

LES ÉMISSIONS DE VALEURS MOBILIÈRES EN FRANCE DEPUIS 1926

présentée et soutenue le 21 mai 1931, à 14 heures

Philippe BONNET

<i>Assesseurs</i> ..	{	MM. AFTALION Roger PICARD	{	<i>Professeurs</i>
----------------------	---	------------------------------	---	--------------------

10, Rue Victor-Cousin, 10

1931

THÈSE POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend ni approuver, ni désapprouver les opinions émises dans les thèses, ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

LES ÉMISSIONS
DE
VALEURS MOBILIÈRES
EN FRANCE DEPUIS 1926

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT

présentée et soutenue le 21 mai 1931, à 14 heures

PAR

Philippe BONNET

Président : M. OUALID, Professeur

Assesseurs .. { MM. AFTALION } *Professeurs*
 Roger PICARD }

ÉDITIONS ALBERT MECHLINCK

10, Rue Victor-Cousin, 10

PARIS

1931



INTRODUCTION

A) *L'intérêt d'une étude statistique* ne réside pas dans les chiffres eux-mêmes, mais dans le rapprochement de ces chiffres entre eux et dans les observations qu'il est possible de dégager de ces rapprochements.

L'inexactitude des chiffres, tenant à une erreur permanente, peut alors être considérée comme négligeable et nous adoptons les chiffres de la S. G. F¹, bien qu'elle tienne compte de toutes les émissions annoncées (un certain nombre ne se réalisant pas effectivement) et qu'elle ne déduise pas les primes d'émission. Elle ne comprend pas dans ses chiffres les actions d'apport et les insertions pour cotations.

Tous les ouvrages, où l'on traite des émissions de valeurs mobilières, débutent par l'énumération des connaissances qu'il est possible de retirer de l'étude des statistiques, et nous ne voudrions pas ici nous dispenser de suivre cette tradition, car, indiquer dès le début en quoi consiste l'intérêt de l'étude des émissions c'est éclairer tout le sujet.

L'Administration définit l'émission : « Une expression générale qui comprend tout placement de valeurs mobilières nouvelles sur le marché français par la collectivité ou son mandataire ».

La statistique des émissions est d'abord un indice des épargnes disponibles et du goût des épargnants pour le place-

1. Statistique générale de la France.

ment de leurs capitaux (titres à revenu fixe ou à revenu variable).

Elle permet aussi de mesurer l'importance de la demande de capitaux provenant de l'Etat et des collectivités publiques ou bien des entreprises privées.

Les émissions, étant le résultat de la rencontre de cette offre et de cette demande, nous indiquent dans quelle mesure elles ont trouvé satisfaction et si les capitaux disponibles ont été investis en titres d'Etat ou en titres des sociétés privées.

Par la statistique des émissions, nous sommes renseignés sur la politique suivie par l'Etat en matière de recettes, car il suffit de comparer le chiffre des émissions d'Etat et le chiffre des impôts pour savoir si le Trésor fait face à ses dépenses par le moyen de l'emprunt ou par celui de l'impôt.

Savoir à quelle branche de la production appartiennent les sociétés, qui ont fait les principales émissions, est enfin un indice de la situation économique d'une nation.

Les émissions sont le baromètre du crédit par les précieuses indications qu'elles nous donnent sur le taux de l'argent à long terme.

Comme nous envisagerons, à la fin de cette étude, les émissions de valeurs étrangères en France, la statistique de ces émissions nous montrera dans quelle mesure la France est le banquier des autres pays.

Notre conclusion devant être consacrée à l'étude des réformes utiles à apporter dans le régime des émissions, nous nous servirons des statistiques pour montrer en quoi les chiffres seraient modifiés par un régime plus approprié.

B) *Bref aperçu des émissions de 1919 à 1926.* — Bien que l'objet principal de cette étude ait pour point de départ l'année 1926, qui marque le début de notre redressement

monétaire, un bref retour en arrière n'est pas inutile pour situer le sujet et avoir une idée suffisamment nette du marché des émissions, tel qu'il se présente en 1926.

L'année 1919 est l'autre limite que nous assignons à ce rapide aperçu, car elle marque la fin de guerre, et il est impossible d'étudier les émissions dans une période aussi troublée que celle de 1914 à 1918.

1919.— C'est en 1919 que la vie recommence à prendre son cours normal en France après l'effroyable bouleversement de la guerre. Mais tout est à réorganiser, tout demande une réadaptation et le principal besoin qui se fait sentir est le besoin de capitaux, tant de la part de l'Etat que de la part de l'industrie privée.

Nos départements dévastés sont à reconstruire et à équiper, des pensions doivent être payées aux mutilés et aux veuves des Français morts à la guerre. Pour les seules réparations, la France a payé, de 1919 à 1924 : 129 milliards. En 1919, les dépenses ordinaires du budget s'élèvent à 35 milliards, alors que les impôts ne rapportent que 11 milliards.

A côté des besoins des collectivités publiques, les besoins des entreprises privées ne sont pas moindres. Les usines qui étaient occupées à fabriquer du matériel de guerre, doivent maintenant transformer leur outillage.

La hausse des prix et de la main-d'œuvre oblige les entreprises à augmenter leur fonds de roulement.

Enfin, de nombreuses entreprises de construction surgissent dans les régions libérées et absorbent un grand nombre de capitaux en même temps que les affaires de navigation et de banque.

De tous les côtés un réapprovisionnement en marchandises est nécessaire, la consommation formidable de la guerre ayant fait disparaître toutes les réserves.

Devant ces besoins énormes de capitaux, quelles sont les dispositions de l'épargne ?

Dès la fin de la guerre le Français reprend ses vieilles traditions, ce qui explique qu'en 1919 le total des émissions puisse s'élever au chiffre de 35 milliards 336 millions de francs.

La part de l'Etat est évidemment la plus importante puisqu'elle représente 88, 6 % des émissions de cette année, soit 31.743 millions, tandis que les entreprises privées doivent se contenter d'une part assez modeste : 4.087 millions de francs, dans laquelle les actions occupent une place un peu plus importante que les obligations.

Les épargnants espéraient en effet que les sociétés ailaient pouvoir produire beaucoup pour réparer les pertes de substances de la guerre et que leurs dividendes s'en ressentiraient.

D'ailleurs les capitaux étaient assez abondants par suite de la fin du moratorium et par suite du paiement des coupons (de valeurs) qui n'avaient pas été touchés pendant la guerre.

Ce qui est frappant dans l'année 1919 c'est que « l'Etat est devenu le principal solliciteur de capitaux. Il fait une politique de centralisation de fonds disponibles pour alimenter les souscriptions aux emprunts, à long ou à court terme¹. »

Mais l'Etat a craint que l'incertitude de l'avenir ne compromît le succès d'une émission de longue durée et il s'est borné à offrir au public des valeurs à court terme.

1920. — En 1920 nous voyons se produire la hausse des prix, indice d'une crise prochaine, et cette hausse des prix attire les épargnants vers les valeurs industrielles.

Les entreprises privées font un appel aux capitaux environ deux fois plus élevé que le chiffre des émissions en 1919. On émet 5.162 millions d'actions contre 3.832 d'obligations.

1. Germain-Martin, *Les Finances publiques de la France*, p. 358.

L'essor de la production continue et s'amplifie et l'importance des émissions est due aux besoins que la guerre avait longtemps comprimés.

D'ailleurs, comme dans toutes les périodes de prospérité économique, les sociétés se font des illusions sur l'élargissement des débouchés et leurs appels au crédit sont quelquefois un peu exagérés.

L'Etat, d'autre part, doit faire face à des besoins sans cesse accrus et emprunte en 1920 36.700 millions.

Nous assistons donc en 1920 à l'accentuation des tendances de 1919.

Le désir de consolider une dette flottante formidable conduit l'Etat à renoncer aux émissions, à court terme et à émettre coup sur coup deux grands emprunts : le 5 % amortissable, le 6 % perpétuel.

1921. — Nous savons que l'année 1921 a été caractérisée par une crise très importante qui a eu pour effet la diminution des émissions de la part des entreprises privées et surtout la diminution des émissions d'actions.

On constate toujours une augmentation des émissions d'actions pendant les périodes de prospérité et les émissions d'obligations tendent à reprendre la faveur du public durant les périodes de dépression. Les obligations émises s'élèvent à 3.240 millions contre 2.379 millions pour les actions. Le public déçu dans ses espoirs renonce à la spéculation et revient aux valeurs à revenu fixe. Le Trésor profite de cette diminution de la concurrence des entreprises privées sur le marché des capitaux et ses émissions s'élèvent à 33 milliards 506 millions sans qu'il éprouve de difficulté pour le placement de ses titres.

1922. — Les capitaux restent abondants en 1922 et la meilleure preuve nous en est fournie par la baisse du taux de l'intérêt.

Cependant la demande de capitaux est plutôt en régression. C'est la fin de la crise et « les entreprises privées sont dans cette période de recueillage et de réorganisation qui suit les crises de surproduction¹ ».

Leurs émissions s'élèvent à 3 milliards 842 millions, les obligations continuant à l'emporter sur les actions à 2 milliards 577 millions contre 1 milliard 265 millions.

La situation est redevenue à peu près normale et les sociétés manquent surtout de fonds d'entretien et de roulement. C'est pourquoi elles émettent surtout des obligations.

La proportion des obligations par rapport aux actions passe de 93 % en 1920 à 196 % en 1922.

Les valeurs du Trésor sont en diminution très sensible à 21 milliards 492 millions, car l'Etat n'émet en 1922 aucun emprunt consolidé et, d'autre part, les émissions de bons de la Défense Nationale, qui s'élevaient en 1920 à 14 milliards, font place en 1922 à un excédent de remboursement de 1 milliard 284 millions.

Le Trésor éprouve des difficultés à placer ses emprunts et le total des émissions s'élève à 25 milliards 334 millions, ce qui représente un peu plus de la moitié du chiffre de 1920.

L'année 1922 subit donc le contrecoup de la crise de 1921.

1923. — Le premier semestre de 1923 est caractérisé comme une partie de 1922 par trois faits qui paraissent au premier abord inconciliables, à savoir : l'abondance des disponibilités, la réduction des émissions et la hausse du taux de l'intérêt.

Cette incohérence est due à un phénomène qui commence à faire sentir de plus en plus son influence, le change.

En effet, la dépréciation du franc fait augmenter les prix,

1. *Revue d'Economie Politique*, mai-juin 1923. Les Emissions.

les profits et les cours des actions et baisser au contraire le cours des valeurs à revenu fixe, ce qui entraîne une élévation du taux de l'intérêt.

Les émissions d'Etat s'abaissent à 16 milliards 504 millions, la restauration des régions dévastées, qui a beaucoup progressé, nécessitant moins d'emprunts.

Les sociétés par actions sont partagées entre un double intérêt : ou bien émettre des obligations en escomptant la dépréciation du franc et de leur dette, mais le taux de l'intérêt leur impose alors une charge très lourde; ou bien émettre des actions pour éviter cette charge. La tendance est plutôt orientée vers les actions, d'autant plus que la hausse des changes accroit la méfiance des épargnants à l'égard des titres à revenu fixe, représentant une créance de somme d'argent participant à la dépréciation du signe monétaire. Aussi, en 1923, les émissions d'obligations ne représentent plus que 134 % des émissions d'actions à 2 milliards 677 millions contre 2 milliards 137 millions. Dans l'ensemble les émissions des entreprises privées sont en augmentation de 1 milliard 244 millions par rapport à l'année précédente.

Cette augmentation est due à l'ajustement du capital social à la dépréciation du franc, à la hausse des prix, qui enfle le fonds de roulement, enfin à la prime à l'exportation créée par la hausse du change et donnant plus d'ampleur aux opérations des entreprises privées.

La diminution des fonds d'Etat est due en grande partie aux remboursements des bons de la Défense Nationale demandés par le public, qui délaisse les placements à court terme parce qu'ils ne rapportent pas assez, et qu'ils sont à revenu fixe.

Il est intéressant de remarquer, dans une année comme 1923 où les variations du change sont assez accentuées, avec quelle exactitude la courbe de l'intérêt suit les mouvements de celle du change.

Avant d'examiner l'année 1924, il faut souligner que la diminution progressive des émissions constatée depuis 1920, est due à une restriction de la demande, car l'Etat contracte moins d'emprunts et la crise économique réduit les émissions privées.

1924. — L'année 1924 est particulièrement intéressante, car elle marque un renversement complet de la physionomie du marché des capitaux.

Jusqu'à cette date, la demande des capitaux s'était restreinte, mais l'offre demeurait abondante.

En 1924, les capitaux sont introuvables par suite de la crise aiguë des changes qui incite les épargnants à exporter leurs capitaux pour les transformer en devises étrangères basées sur l'or. Il en résultait pour la France une perte annuelle en capitaux de 2 milliards 1/2, les sommes exportées l'étant sans idée de retour ni en capital ni en intérêts.

Le Crédit National émet en janvier un emprunt, qui devait procurer 3 milliards, et les souscriptions arrivent péniblement au chiffre de 1 milliard 632 millions. L'épargne continue à délaisser de plus en plus les valeurs à revenu fixe, ce qui augmente les difficultés de la Trésorerie. L'Etat ne peut se procurer que 9 milliards 60 millions par ses émissions alors qu'en 1923 il avait emprunté 16 milliards 504 millions. Il est vrai que l'augmentation des impôts fait rentrer en 1924 dans les caisses de l'Etat 5 milliards de plus que l'année précédente diminuant à la fois les besoins du Trésor et l'offre des capitaux.

Même en tenant compte de ces 5 milliards absorbés par les impôts, les émissions, qui se montent à 13 milliards 907 millions, sont loin d'atteindre les chiffres de l'année précédente.

Cette diminution n'est pas imputable aux sociétés privées

qui ont émis en 1924 pour 4 milliards 847 millions d'actions et d'obligations (152 millions de plus qu'en 1923).

Le public refuse de souscrire aux emprunts d'Etat; il refuse même les obligations des sociétés privées, qui ne représentent plus en 1924 que 47 % de leurs émissions alors qu'auparavant les émissions d'obligations l'emportaient largement sur les émissions d'actions (196 % en 1922).

Cette tendance risque d'amener une surcapitalisation des sociétés, qui augmentent le nombre de leurs associés, alors qu'elles devraient avoir recours à l'emprunt.

Mais l'Etat, faisant concurrence à la fois à ses propres titres et aux titres des sociétés privées, en arrive à bonifier à la fin de 1924 un taux réel d'intérêt de 8,70 %, taux prohibitif pour les sociétés privées.

C'est la crise des changes qui a déclenché en 1924 les effets de causes latentes qui existaient déjà : l'inflation des titres à cause des émissions énormes d'après-guerre, l'aggravation des impôts diminuant les revenus de l'épargne, enfin la dépréciation du franc incitant les capitalistes à transformer leurs capitaux en biens réels (immeubles ou valeurs étrangères malgré la loi du 3 avril 1918 interdisant l'exportation des capitaux).

Le gouvernement recourt aussi à des mesures arbitraires, telles que le bordereau de coupons, qui avaient surtout pour effet de diminuer encore le crédit de l'Etat.

1925. — Avec l'année 1925, nous arrivons au point culminant de la crise de confiance, qui dure jusqu'en juillet 1926.

Nous voyons en effet se produire ce phénomène extraordinaire : les remboursements dépassent les émissions de 6 milliards 590 millions, alors que l'Etat, presque acculé à la faillite, a plus que jamais besoin de capitaux et que l'industrie privée, qui continue à se développer depuis 1922, conserve toujours une large faculté d'absorption à l'égard de l'argent disponible.

A quoi faut-il attribuer une fuite aussi accentuée de l'argent ? A la crise de confiance, qui devient de plus en plus grave et à la crise des changes (le \$ vaut 21 fr. 22), ces deux phénomènes réagissant l'un sur l'autre, ce qui accroît l'intensité de chacun d'eux.

Le Trésor rembourse en 1925 10 milliards 279 millions de plus qu'il n'émet. On a prétendu que c'était la hausse des prix et l'augmentation des impôts (2 milliards 1/2 en 1925), qui obligeait les individus à réaliser leurs capitaux investis. L'explication est insuffisante, puisque les dépôts en banque restent abondants.

La véritable raison est que le public n'a plus confiance dans l'Etat et, refusant de lui faire crédit plus longtemps, se fait rembourser des quantités énormes de bons de la Défense nationale. Ayant des disponibilités, il veut les employer en valeurs réelles.

C'est aussi en 1925 que, pour la première fois, nous voyons diminuer les émissions des entreprises privées depuis 1922 (3 milliards 689 millions au lieu de 4 milliards 847 millions en 1924). Le taux de l'argent suivant le cours du change et l'Etat, pressé par ses créanciers, empruntant à des conditions désastreuses, les émissions d'obligations des sociétés sont fortement entravées. Nous voyons le taux moyen de l'intérêt s'élever jusqu'à 8, 55 %. Même les émissions d'actions sont rares, les impôts accrus en 1925 et la hausse des prix absorbant les capitaux, et les sociétés diminuant leurs dividendes par mesure de prudence, mais aussi pour se financer elles-mêmes avec leurs bénéfices.

Les emprunts coloniaux, peu importants, ont atteint leur chiffre maximum en 1923 à 362 millions contre 15 millions en 1922 et 86 millions en 1924.

Il est inutile d'ajouter que les émissions de valeurs étrangères ont été inexistantes depuis 1918, la loi du 3 avril interdisant l'exportation des capitaux.

Cela n'a pas empêché les Français d'acquérir de nombreuses valeurs étrangères pour se mettre à l'abri de la dépréciation du franc, « le seul résultat de ces lois de suspects étant de transformer les placements, tels qu'ils se faisaient autrefois au vu et au su de tout le monde, en placements occultes¹ ».

On peut remarquer qu'à partir du moment où les émetteurs se sont rendu compte que les dispositions des épargnants ne leur étaient pas très favorables, on a vu apparaître une floraison de titres nouveaux, dont les formules tendaient à attirer le souscripteur de diverses façons.

M. Caillaux émet pour la première fois un titre d'Etat garanti contre la dépréciation de la monnaie : c'est la rente 4 % 1925 avec garantie de change.

Nous verrons plus loin que la Caisse Autonome d'amortissement a émis des obligations à revenu variable, suivie en cela par d'autres sociétés.

Des obligations, interchangeable à la volonté des prêteurs contre des actions sont émises par « Corocoro Copper » en 1921 et par les « Manufactures de Glaces d'Aniche » en 1925.

Mais toutes ces catégories étaient peu importantes et ont tendu à disparaître avec les phénomènes qui leur avaient donné naissance. Au contraire une autre sorte d'action, l'action à vote plural, a pris une extension formidable et nous aurons à nous occuper au cours de cette étude des causes et des conséquences de l'émission exagérée de ce genre d'actions.

Arrivés au terme de cette revue rapide des émissions de 1919 à 1926, l'impression qui s'en dégage est la diminution progressive des émissions de valeurs mobilières à partir de 1920, point maximum (45 milliards), jusqu'en 1925 où nous touchons un niveau exceptionnellement bas, puisqu'il est de 6 milliards au-dessous de 0.

1. Gide.

Cette diminution, attribuée jusqu'en 1923 à la restriction de la demande de capitaux, est due à partir de 1924 à la crise de confiance et à la crise des changes, qui décourage de plus en plus l'offre de capitaux.

La situation est donc devenue très critique à la fin de 1925 et au début de 1926, et M. Vergeot ne se trompait pas quand il disait : « L'urgente restauration financière et monétaire est « seule capable de rendre à l'épargne créatrice cette sécurité « dans le présent et cette confiance dans l'avenir sans les- « quelles la production économique, surtout sous la forme « anonyme, caractéristique du progrès moderne, se verrait « condamnée à une sorte d'ataxie progressive et à la para- « lysie finale¹ ».

TABLEAU DES EMISSIONS EN FRANCE DE 1919 A 1925

(en millions de francs)

<i>Années</i>	1919	1920	1921	1922	1923	1924	1925
Actions	2.309	5.162	2.379	1.265	2.137	3.607	2.654
Obligations	1.778	3.832	3.340	2.577	2.677	1.240	1.035
Actions et oblig.	4.087	8.994	5.719	3.842	4.814	4.847	3.689
Valeurs du Trésor	31.749	36.700	33.506	21.492	16.504	9.060	— 10.279
Total des émissions	35.836	45.694	39.225	25.334	21.318	13.907	— 6.590

1. *Revue d'Economie Politique*, mai-juin 1926, p. 377.

CHAPITRE PREMIER

MOUVEMENT GENERAL DES EMISSIONS DE 1926 A 1930

Avertissement. — L'objet de cette étude portant sur le volume et l'espèce des émissions de valeur mobilières entre 1926 et 1930, le lecteur en excusera le caractère un peu aride, les statistiques occupant une très grande place. Nous laissons de côté, en effet, tout le régime des émissions, qui est supposé connu, et nous ne faisons allusion à certains phénomènes tels que la fiscalité, la stabilité monétaire, la confiance etc..., qu'autant qu'ils ont une influence directe sur le volume des émissions ou sur leur espèce.

§ 1. Répartition des émissions entre 1926 et 1930

Le choix de l'année 1926 comme point de départ de notre étude approfondie des émissions nous est imposé par ce fait que le mois de juillet 1926 marque la fin de la baisse du franc et le début de notre redressement monétaire.

C'est donc à partir de cette époque que sont réunies les conditions de confiance indispensables pour la réussite de l'opération de crédit que représente une émission de valeurs mobilières.

On ne peut pas séparer, en effet, l'étude de l'émission de l'étude du placement, puisqu'une émission n'a une valeur pratique que si les titres émis sont absorbés par les souscripteurs.

Mais il est intéressant de remarquer que le rétablissement de cette confiance du public, si indispensable pour la réussite des émissions, nécessite un budget en équilibre écartant tout risque d'inflation et de dépréciation du franc. Or le rétablissement de l'équilibre du budget exigeait en 1926 un accroissement des impôts de toutes sortes et ceux qui portent sur les valeurs mobilières constituent particulièrement une entrave aux émissions.

TABLEAU GENERAL DES EMISSIONS (en millions de francs).

Années		1925	1926	1927	1928	1929
Emprunts de l'Etat ou garantis par l'Etat	Valeurs du Trésor ¹	— 9.975	695	6.070	9.545	— 1.629
	Emprunts des départements et communes...	— 1.730	1.352	1.032	764	2.491
	Emprunts coloniaux ...	—	37	114	72	414
	Emprunts des groupements de sinistrés	—	—	429	613	406
	Emprunts des Compagnies de chemins de fer	1.426	2.292	3.847	3.563	4.140
	Total	— 10.272	4.376	11.492	14.557	5.822
Emissions d'entreprises privées	Obligations	1.035	1.922	2.939	4.017	6.783
	Actions de sociétés nouvelles	510	572	706	1.002	1.000
	Augmentations de capital	2.144	2.312	3.350	5.494	7.323
	Total	3.689	4.806	6.995	10.513	15.106
Total général		— 6.590	9.182	18.487	25.070	20.928

1. Excédent des émissions sur les remboursements.

1926. — Nous considérons donc l'année 1926 comme marquant le début de la reprise des émissions.

Le chiffre total des émissions, qui était de 45 milliards en 1920, point culminant, baissait progressivement à mesure que nos difficultés financières grandissaient et que la dépréciation et l'instabilité de notre monnaie augmentaient. Nous avons vu qu'en 1925, les remboursements dépassèrent les émissions de plus de 6 milliards : la situation était très grave, puisque l'alimentation de la nation en capitaux était complètement arrêtée.

Heureusement la constitution en juillet 1926 d'un ministère d'union nationale redonnait à l'épargnant la confiance qui lui est si nécessaire, et permettait aux sociétés et à l'Etat de trouver auprès du public un bon accueil pour leurs émissions.

L'année 1926 enregistre, en effet, un total d'émissions de 9 milliards 182 millions qui, comparés aux 6 milliards de déficit de l'année précédente, font apparaître une augmentation de plus de 15 milliards.

Cependant, si nous nous basons sur le total des dépôts et des comptes-courants dans les grands établissements de crédit pour évaluer les disponibilités de l'épargne, nous remarquons que ce total, qui était en 1925 de 20 milliards, atteint en 1926, 22 milliards 1/2, soit une augmentation très faible de 12%, n'expliquait pas le revirement complet dans les émissions.

Nous savons aussi qu'en 1926 des impôts considérables avaient été votés et M. Poincaré avouait tout simplement qu'il réclamait à la nation le maximum de ce qu'elle pouvait payer. Ces tarifs devaient, par l'imposition des valeurs mobilières, produire une augmentation de recettes de 600 millions environ.

Constater, devant cet accroissement des charges fiscales

des valeurs mobilières, une augmentation des émissions de près de 15 milliards, c'est prouver le besoin énorme de capitaux qui se faisait sentir à ce moment ; mais c'est aussi démontrer que la restauration de la confiance est le facteur le plus important pour la reprise des émissions.

1927. — La restauration du pays demandait encore des capitaux considérables et les besoins de l'Etat n'étaient pas moindres. C'est pourquoi les émissions devaient augmenter encore beaucoup en 1927. Leur total passe en effet de 9 milliards 182 millions à 18 milliards 487 millions, doublant tout juste en un an.

Sous quelles influences s'est produit ce développement des émissions, commencé pendant le dernier trimestre de 1926, c'est ce que nous allons examiner.

Les dépôts et comptes courants en banques ressortent à 26 milliards 1/2, en augmentation de 17,5% sur 1926 : les disponibilités de l'épargne ont donc tendance à augmenter.

Mais c'est la *stabilité* monétaire qui a redonné au public le goût des placements à long terme, disparu peu à peu au cours de la dépréciation du franc. Sentant fondre son épargne, le capitaliste français ne l'employait plus que dans des placements à très court terme et il préférait même souvent consommer tous ses capitaux. Dès que fut votée la loi du 7 août 1926, qui autorisait la Banque de France à acheter des pièces d'or et d'argent au cours du métal et des devises étrangères au cours du jour, on s'acheminait vers la stabilité, et à partir du 22 décembre 1926, jour où le dollar était ramené aux environs de 25 fr., la stabilité de fait du franc était assurée. L'épargnant pouvait souscrire à des émissions d'obligations, sans craindre de voir son capital diminuer.

D'ailleurs, l'abondance des capitaux était augmentée par les créations de francs, en contre-partie des achats de devises

par la Banque de France et par le rapatriement des capitaux français et l'importation des capitaux étrangers attirés par le taux élevé de l'intérêt.

La baisse du taux de l'intérêt est la seconde des causes auxquelles on peut attribuer l'augmentation des émissions.

Cette baisse du taux de l'argent se rattache à la stabilité monétaire, car le taux élevé de l'intérêt provenait de ce qu'il était surchargé par une sorte de prime d'assurance contre la dépréciation du capital.

Le taux baisse d'autant plus que les capitaux deviennent plus abondants. Les emprunteurs ne sont donc plus gênés par des taux prohibitifs.

Le taux de rendement net des valeurs émises, qui atteignait 9,15 % à la fin de 1926, n'était plus que de 7,15 % à la fin de 1927, après une diminution progressive.

Le placement à long terme commence à avoir sa revanche car *les placements temporaires deviennent de moins en moins nombreux* et peu rémunérateurs. Au début de 1927, on pouvait souscrire à des bons du Trésor ou à des bons de la Défense nationale à un mois ou à 3 mois. Ensuite, les bons du Trésor disparaissant et l'échéance des bons de la Défense s'allongeant, les banques, qui veulent conserver la liquidité de leurs capitaux, les déposent au Trésor. Mais on abaisse l'intérêt de ce dépôt à 1 %.

Tandis que les placements à court terme et tous les placements spéculatifs disparaissaient ainsi, peu à peu la Bourse reprenait de l'animation, l'indice des valeurs à revenu fixe passant de 66 en janvier à 76 en décembre 1927 et celui des valeurs à revenu variable passant de 255 à 315.

Le franc se revalorisant, les obligations reprenaient de leur valeur, et « on s'apercevait enfin que, pendant l'inflation, les actions de nos grandes affaires n'avaient suivi que de très

loin la plus-value nominale, donnée par la hausse des changes et des prix aux différents éléments de l'actif social¹ ».

Toutes ces nouvelles dispositions des épargnants contribuaient à la fermeté générale de la Bourse, et, comme le disait M. Moreau-Néret² « la Bourse a une importance qui s'accroît « sans cesse dans la vie économique » et on peut se permettre d'ajouter que cette importance provient en grande partie de son rapport avec les émissions, qui apportent la vie à toutes les entreprises du pays. En effet c'est parce qu'il sait qu'il pourra se dégager, quand il voudra, par la vente de ses titres en Bourse, que le public souscrit aux émissions.

Les sociétés elles-mêmes se rendaient compte que leurs ressources n'étaient plus en rapport avec l'unité monétaire définitivement dévaluée, ni avec l'extension de leurs affaires.

Le retour de la confiance avait bien permis à l'épargne de se reformer, mais, comme le disait M. Vergeot dans la *Revue d'Economie Politique*, son utilisation était gênée par des impôts excessifs aboutissant à favoriser les emplois temporaires et souvent peu productifs, comme nous le verrons en examinant le détail des émissions.

1928. — Nous avons ainsi assisté à une reprise importante des émissions en 1927, mais il faut indiquer cependant qu'au cours de l'année 1927 un certain ralentissement des affaires s'est manifesté, ralentissement d'ailleurs moins important que celui qui était prévu par le plan des experts. La stabilisation faisait en effet disparaître la prime à l'exportation que développait sans cesse l'inflation. Ceci pouvait influencer sur les émissions. Au cours de 1928 et surtout à partir de la loi du 25 juin 1928 (établissant la stabilisation légale), l'adaptation

1. Maurice Lorain, Conférence faite à l'Ecole des Sciences Politiques le 14 février 1930.

2. Conférence faite à l'Ecole des Sciences Politiques le 5 mars 1930.

de nos entreprises à la nouvelle unité monétaire était pleinement réalisée et les appels de capitaux pouvaient se faire largement.

La stabilisation n'avait pas, comme en Allemagne, produit une pénurie de capitaux, et, en juillet, les bilans des quatre principaux établissements de crédit accusaient un total de dépôts de 33 milliards 800 millions de francs, en augmentation de plus de 7 milliards sur le total de l'année précédente.

Même pendant le deuxième semestre de 1928 (époque de l'année où se place toujours un mouvement saisonnier de resserrement de crédit), la Banque de France maintint l'argent facile, en apportant un supplément important de ressources au marché des capitaux pour le dénouement des opérations sur devises.

Dans ces capitaux disponibles, l'Etat et les entreprises privées ont puisé largement, puisque le total des émissions atteint 25 milliards 70 millions en 1928, en augmentation de 35 % environ sur 1927.

Les causes de l'augmentation des émissions, que nous avons indiquées pour 1927, continuent à produire leurs effets en 1928. Le taux de l'intérêt continue à baisser, arrivant au environs de 6 % pour les placements à long terme, mais l'écart est encore sensible avec le taux de l'argent à court terme, qui oscille autour de 3 %. Ceci est dû à un reste de méfiance à l'égard des placements à long terme et les émetteurs sont obligés d'offrir un taux d'intérêt plus élevé pour attirer les capitaux.

L'allure de la Bourse est très soutenue, car, dans le premier semestre de 1928, on a joué la stabilisation légale et le redressement de la valeur-or des titres. Nous voyons le niveau des valeurs à revenu fixe progresser dans l'année de 4 à 15 % et celui des valeurs à revenu variable de près de 90 % facteur favorable pour les émissions.

La Caisse Autonome ne plaçant plus que des bons de la Défense nationale à deux ans, la plupart des fonds disponibles s'orientent vers la Bourse et vers les émissions nouvelles.

1929. — L'année 1929 apparaît en régression au point de vue des émissions par rapport à l'année précédente, si l'on ne tient pas compte des nombreux remboursements de la Caisse Autonome, qui ont réduit les émissions de valeurs du Trésor. Quant aux émissions des entreprises privées, leur progression reste constante; les sociétés continuent à profiter de l'accroissement des disponibilités sur le marché et de la baisse de l'argent.

La Caisse Autonome d'amortissement a libéré 5 milliards $\frac{1}{2}$ de créances sur l'Etat en 1929, et le total des émissions atteint encore 21 milliards. Ceci est d'autant plus remarquable que de sérieuses difficultés monétaires et économiques sont apparues dans le monde vers le milieu de l'année. Le point culminant pour la Bourse de Paris a été le mois de février, avec l'indice 548, un fléchissement notable des cours s'accusant par la suite pour les valeurs à revenu variable.

Pendant le premier semestre, les émissions ont été assez fortes; 13 milliards environ, mais le fléchissement des marchés financiers a sérieusement entravé les émissions dès le milieu de l'été, bien qu'un abaissement considérable du loyer de l'argent à long terme, qui arrive au taux de 5 % à la fin de 1929, ait été un facteur favorable pour les émissions. Le total des émissions atteint en 1929 20 milliards 928 millions. Cet abaissement est dû aux 5 milliards $1 \frac{1}{2}$ de rente achetés par la Caisse Autonome, au remboursement de 3 milliards de bons de la Défense nationale et aux achats d'or de la Banque de France.

Une grande aisance monétaire continue à régner, les dépôts dans les grandes banques accusant à peu près le même chiffre qu'en 1928.

1930. — Avec l'année 1930, s'annonce une forte crise économique, qui sévit dans tous les pays du monde. Elle est due à une surproduction, qui s'explique par les excès d'équipements industriels qui ont été faits en vue de la satisfaction des énormes besoins apparus à la fin de la guerre.

La forte baisse de la Bourse n'est certes pas un facteur propice aux émissions et les sociétés, qui n'ont pas profité des dispositions favorables de l'épargne pendant les années 1928 et 1929 pour augmenter leur capital, doivent maintenant regretter de ne pas l'avoir fait.

Cependant, les capitaux restent abondants et la baisse du taux de l'intérêt, qui continue à s'accroître, en est une preuve éclatante. Cette abondance est augmentée chaque jour par les rachats de rentes sur l'Etat effectués par la Caisse d'amortissement, ce qui a pour effet de maintenir élevé le cours des obligations et d'inciter les émetteurs à lancer sur le marché un grand nombre de titres à revenu fixe. C'est pourquoi M. A. Tardieu pouvait dire : « Nous sommes, par ailleurs, les seuls à constater dans le premier semestre de 1930 une hausse importante sur nos émissions; 11 milliards 1/2 pour six mois contre 15 milliards pour les 12 mois de 1929¹ ».

La crise économique n'a donc pas arrêté les émissions, malgré la méfiance qu'elle doit engendrer chez les détenteurs de capitaux et ceci prouve peut-être, comme semble le dire M. A. Tardieu, que la France n'est pas trop gravement atteinte par cette crise mondiale, à moins que les effets de cette crise ne se fassent attendre davantage dans notre pays.

D'ailleurs, si nous ajoutons à ces 11 milliards 1/2, 7 milliards 1/2 d'émission non soumises à la formalité de l'annonce, nous arrivons pour le premier semestre de 1930 à un total de

1. Discours prononcé à Delle, le 19 octobre 1930.

19 milliards, presque l'équivalent du total des émissions pendant toute l'année 1929.

Ce développement ininterrompu des émissions a été facilité dans une grande mesure par la diffusion de plus en plus forte des placements en titres. Même les plus petits épargnants souscrivant à des émissions d'actions ou d'obligations, le capital disponible a été augmenté d'autant. Pour avoir une idée de cette très large répartition il nous suffit de savoir, qu'il y a 100 ans, la moyenne du capital individuel en obligations d'Etat était de 100.000 fr. par tête, alors qu'aujourd'hui cette répartition oscille entre 5.000 et 2.000 par tête de porteur, bien que le total des obligations d'Etat ait fortement augmenté.

Examinons aussi la répartition des actions de la Banque de France. Nous lisons dans le rapport présenté à l'assemblée des actionnaires qu'au 22 décembre 1928 le nombre des possesseurs d'une seule action forme 97 % du total et que la proportion des possesseurs d'une ou deux actions dépasse 59 %.

§ II. — Recherche de la valeur-or des émissions de 1926 à 1930.

<i>Années</i>	1913	1926	1927	1928	1929
Emissions en francs-papier.	4.117	9.182	18.487	25.070	20.928
Emissions en francs-or	4.117	1.513	3.759	5.098	4.251

Après avoir étudié le mouvement général des émissions sans tenir compte de la dépréciation du franc, il est intéressant de ramener tous ces francs à la parité de l'or.

Nous voyons qu'en 1913 le total des émissions s'était élevé à 4 milliards 117 millions, le dollar étant au pair à 5,18.

En 1926, les émissions, qui paraissent plus élevées qu'avant la guerre à 9 milliards 182 millions, sont en réalité d'une faible importance, si l'on tient compte d'une dépréciation du franc, allant jusqu'aux $5/6^e$ de sa valeur. La valeur or des émissions atteignait ainsi en 1926 1 milliard 513 millions seulement.

C'est en 1927 que le niveau d'avant-guerre est à peu près atteint grâce au double effet de l'augmentation du chiffre nominal des émissions et de la revalorisation du franc. Le dollar ne cotant plus que 25,47, tandis qu'il avait atteint le double en juillet 1926, les 18 milliards 487 millions de millions en francs-papier équivalent à 3 milliards 759 millions de francs or.

La stabilité du franc étant assurée, seul le chiffre réel des émissions entre en ligne de compte à partir de ce moment-là et nous voyons le total des émissions atteindre le chiffre de 5 milliards 98 millions de francs or en 1928, pour s'abaisser ensuite légèrement à 4 milliards 251 millions en 1929.

On considère ainsi comme reconstituée la faculté d'absorption de l'épargne française, le total des émissions étant un peu plus élevé qu'il ne l'était en 1913.

Cela semble prouver que les dégâts de la guerre sont à peu près effacés et que les entreprises privées, ainsi que l'Etat, ont passé le stade du besoin exagéré de capitaux pour se contenter maintenant d'une alimentation régulière et normale.

Il semblerait cependant que, les capitaux s'accumulant et les besoins des individus augmentant, les émissions devraient suivre une marche ascendante. Nous rechercherons à la fin de cette étude si les causes de la stagnation des émissions ne résident pas dans le régime fiscal des valeurs mobilières et surtout dans le traitement appliqué aux valeurs étrangères en France, car l'excès de fiscalité empêche l'excédent de nos capitaux de se placer en valeurs étrangères.

§ III. Comparaison entre le total des émissions d'Etat et le total des émissions des sociétés privées

A) **Volume de ces émissions.** — Avant d'entrer dans le détail des émissions d'Etat et des émissions des entreprises privées une comparaison des volumes respectifs de ces deux catégories n'est pas inutile.

En effet, l'épargne publique est sollicitée d'un côté par des collectivités publiques, de l'autre par les entreprises privées. Chacun de ces besoins ne peut se satisfaire qu'autant que l'autre n'absorbe pas tous les capitaux. Or les besoins en capitaux des entreprises privées sont permanents et normaux, tandis que ceux de l'Etat sont ou, du moins, devraient être, exceptionnels, puisque des ressources normales lui sont fournies par l'impôt. Il importe donc que les émissions publiques soient réduites au minimum afin que les besoins privés puissent être satisfaits plus complètement.

Faire crédit à l'Etat revient le plus souvent à consentir un crédit à la consommation, crédit condamné par tous les économistes, alors que la souscription aux émissions des sociétés privées constitue un crédit à la production.

Quelque peu souhaitables que soient les emprunts d'Etat, ils sont souvent indispensables pour répondre aux besoins immenses du Trésor et des collectivités publiques, et nous allons voir que le chiffre de ces émissions improductives a crû d'une façon continue durant les trois années 1926, 1927 et 1928 pour décroître seulement à partir de 1929, les émissions des sociétés accusant, au contraire, une progression continue de 1926 à 1930.

En 1926, les emprunts d'Etat atteignent presque ceux des entreprises privées à 4 milliards 376 millions contre 4 milliards 806 millions. Dès 1927, les émissions d'Etat représen-

tent 62,5 % du total des émissions de l'année, atteignant le chiffre de 11 milliards 492 millions, tandis que les sociétés privées émettent seulement pour 6 milliards 995 millions. En 1928, la différence est proportionnellement un peu moins forte, puisque les émissions publiques ne représentent que 58 % du total, soit 14 milliards 557 millions contre 10 milliards 513 millions.

Années	1926	1927	1928	1929	1930 1 ^{er} sem.
—	—	—	—	—	—
Emissions d'Etat....	4.376	11.492	14.557	5.822	7.510
Emissions des sociétés privées	4.806	6.995	10.513	15.106	11.632
Total	9.182	18.487	25.070	20.928	19.142
Pourcentage des émis- sions privées par rapport au total ..	52,7 %	37,5 %	42 %	72,2 %	60,7 %

Enfin l'année 1929 nous donne l'indication d'une répartition plus normale des émissions, puisque les entreprises ont pu absorber 72,2 % des capitaux, l'Etat se contentait de 27,8 % à 5 milliards 822 millions contre 15 milliards 106 millions.

Si nous examinons les six premiers mois de 1930, nous constatons que les émissions privées s'élèvent encore à 11 milliards 632 millions et celles de l'Etat à 7 milliards 510 millions, la proportion de l'Etat s'améliorant à 39,3 % contre 27,8 % l'année précédente.

B) **L'Etat et les Sociétés sont en concurrence.** — Ces emprunts d'Etat ont donc une part assez forte dans les émissions et les entreprises privées trouvent encore devant elle un concurrent assez sérieux sur le marché des capitaux; il l'est même d'autant plus qu'il dispose de moyens d'actions très puissants.

En effet le Trésor fait bénéficier les souscripteurs des

rentes sur l'Etat de l'exemption des taxes spéciales qui frappent les valeurs mobilières; droit de timbre, droit de transmission à titre onéreux, impôt sur le revenu des capitaux mobiliers.

Il en est de même pour les bons du Trésor, obligations de la Défense Nationale, titres de dommages de guerre, obligations de la Caisse Autonome.

Pour les emprunts garantis par l'Etat, l'exemption est plus ou moins étendue suivant les conditions de l'émission : tantôt il y a exemption d'impôts, comme pour les rentes; tantôt c'est l'établissement émetteur qui prend à sa charge les impôts frappant ses titres; tantôt l'impôt est laissé à la charge du porteur.

Cette exemption d'impôts favorisait d'autant plus les émissions d'Etat aux dépens des émissions des entreprises privées que ces impôts avaient pris des proportions très fortes au début de la période que nous envisageons. D'ailleurs, à côté de ce privilège, les rentes sur l'Etat bénéficient en outre de l'insaisissabilité et de l'assimilation aux immeubles en ce qui concerne les emplois et remplois de fonds.

L'Etat, mieux outillé pour lutter, ne doit pas abuser de ces armes puissantes qui lui permettent d'émettre des emprunts à des taux prohibitifs pour les entreprises privées, qui ont, de plus, à supporter la charge des impôts.

La loi du 30 juin 1923, qui a interdit aux sociétés de prendre à leur charge tous les impôts présents et futurs sur les valeurs qu'elles émettent, a établi aussi une discrimination fâcheuse en faveur des émissions des collectivités publiques.

La diminution des émissions d'Etat, que nous constatons à partir de 1929, est due à l'action féconde de la Caisse d'amortissement, dont nous allons voir le rôle important en pénétrant dans le détail des émissions de valeurs d'Etat.

CHAPITRE II

LES EMISSIONS DE VALEURS D'ETAT

Nous n'entendons pas seulement par valeurs d'Etat les valeurs émises par le Trésor, telles que les bons du Trésor, mais encore toutes les valeurs émises avec la garantie du Gouvernement, ce qui nous permet d'englober aussi dans ces valeurs d'Etat les emprunts des départements, des communes, et des groupements de sinistrés, ceux des colonies, et enfin les émissions d'obligations par les compagnies de chemins de fer.

§ I. Valeurs du trésor proprement dites

Lorsqu'on parle des valeurs du Trésor proprement dites, il faut entendre tous les emprunts qui augmentent la dette publique, qu'ils concernent la dette flottante, la dette à court terme ou la dette à long terme. Les chiffres que nous allons envisager ont trait aux bons du Trésor, aux bons de la Défense Nationale, aux rentes et aux obligations et les chiffres de notre tableau indiquent l'excédent des émissions sur les remboursements.

Cet excédent qui se montait seulement à 695 millions en 1926 passe à 6 milliards 70 millions en 1927, puis à 9 milliards

545 millions en 1928 pour devenir négatif en 1929 à 1 milliard 629 millions.

1926. — L'année 1926 peut être partagée en deux parties, la première comprenant les sept premiers mois et la deuxième partie ayant trait aux émissions d'Etat d'août à décembre.

Jusqu'à la fin de juillet 1926, nous assistons à une baisse régulière des souscriptions de bons de la Défense Nationale, correspondant à la baisse du change. En juin et juillet ce sont des retraits massifs qui se produisent, la hausse très forte des changes provoquant la panique.

A partir du mois d'août, au contraire, les changes étrangers ont baissé. La Caisse d'amortissement a été créée le 17 août, la confiance est revenue et les émissions de bons de la Défense Nationale l'emportent alors régulièrement sur les remboursements, le total de ces bons atteignant 49 milliards 79 millions en décembre 1926, alors qu'il était tombé à 44 milliards 218 millions en juillet. C'est à partir du 1^{er} octobre que la Caisse d'amortissement est chargée d'émettre les bons de la Défense Nationale. L'émission des bons du Trésor ordinaires ne suit pas tout à fait le même mouvement que celle des B. D. N. Nous voyons, en effet, les émissions l'emporter sur les remboursements dans des mois comme juin et juillet où la hausse des changes incite les capitaux à quitter les caisses de l'Etat. Cette anomalie vient de ce que les établissements de crédit, principaux souscripteurs des bons du Trésor, ont été invités à ce moment par l'Etat à fournir des fonds pour parer au déficit causé par le remboursement des bons de la Défense Nationale.

Les bons ordinaires du Trésor disparaissent peu à peu à partir du mois d'août grâce aux remboursements effectués par la caisse autonome et leur émission cesse complètement dès le mois d'octobre.

Si nous constatons en 1926 un total d'émission qui s'élève à 695 millions seulement, la faiblesse de cette somme doit être attribuée aux remboursements énormes qui ont eu lieu, jusqu'au mois d'août, par suite de la panique et de la demande des porteurs; et, à partir du mois d'août, par suite de la politique d'amortissement.

Si nous ne tenons pas compte des remboursements, les seules émissions de bons de la Défense Nationale et de bons du Trésor se seraient élevées à plus de 100 milliards en 1926.

Cet aménagement des échéances a produit une augmentation des charges d'intérêt, mais a permis d'écarter la menace d'inflation, que constituait la dette flottante et à terme. Il est facile de constater l'amélioration du crédit de l'Etat en passant en revue les décisions abaissant le taux d'intérêt des bons de la Défense Nationale de 3,60 % à 3 % le 1^{er} décembre 1926, supprimant les émissions nouvelles de bons à un mois le 10 décembre 1926, supprimant complètement les émissions de bons à un mois le 16 décembre 1926 et réduisant le taux de l'intérêt des autres bons à cette même date, supprimant enfin les émissions nouvelles de bons à trois mois le 22 décembre pour arriver peu à peu aux bons à deux ans.

Pour résumer le rôle de la caisse d'amortissement en tant qu'établissement émetteur d'emprunts d'Etat, nous pouvons dire, d'abord, que c'est à partir de sa création, coïncidant avec le début de notre redressement monétaire que *les émissions de bons l'emportèrent sur les remboursements*. L'importance de ces émissions était une question vitale pour le Trésor dont les caisses étaient vides et les besoins d'argent immenses, l'excédent des remboursements sur les émissions aboutissant à un prélèvement sur le compte d'avance de la Banque de France, réduit à 100 millions au mois de juillet.

Dès le mois d'août, les souscriptions ont dépassé les rem-

boursements de 1 milliard 340 millions et dès le début de son existence la caisse a émis des bons de la Défense Nationale dont le montant dépassait les remboursements de 2 milliards 62 millions en octobre, 2 milliards 609 millions en novembre et 537 millions en décembre.

Il ne suffisait pas que les émissions l'emportent momentanément sur les remboursements; il fallait encore empêcher la dette à court terme d'être toujours une menace d'inflation. C'est pour cela que la caisse *s'est occupée de retarder les échéances* de cette dette, même au prix d'une augmentation de la charge des intérêts. Nous pouvons ainsi constater en novembre 1926 que les bons à un mois qui représentaient 38,2 % de l'ensemble en janvier ne représentent plus que 8 %, tandis que les bons à 12 mois ont vu leur proportion passer de 40,6 % à 49 %.

La seule émission à long terme, que nous constatons en 1926, est l'émission en octobre par la Caisse Autonome d'obligations amortissables en quarante ans pour 3 milliards 13 millions.

En décembre, le Trésor a émis, à 460 fr., des bons 7 % amortissables en dix ans à 525 fr., dont le produit était destiné à rembourser 1 milliard 375 millions de bons du Crédit National à échéance du 1^{er} février 1927.

Bien que les échéances soient moins menaçantes le public n'a pas repris une confiance absolue et se refuse encore à souscrire à des emprunts de longue durée.

La caisse d'amortissement a profité enfin du nouvel afflux de capitaux vers les caisses du Trésor à partir du mois d'août pour *diminuer peu à peu le taux de l'intérêt* servi aux porteurs de bons à court terme.

Ce taux est cependant élevé pour les émissions à moyen et à long terme, et les bons à dix ans émis par le Trésor rapportent un intérêt réel de 8.67 % si l'on tient compte de la

prime d'émission de 65 fr. au profit des souscripteurs. L'Etat continue à émettre fortement au-dessous du pair pour ne pas rendre trop évidente la baisse de son crédit, constatée par le taux de l'intérêt.

Nous constatons qu'en 1926 les mouvements des prix n'ont pas influencé les émissions, car les prix de détail n'ont pas cessé d'augmenter au moment où les souscriptions aux bons reprenaient. Ils passent progressivement de 544 en juin à 628 en novembre. C'est aux facteurs monétaires et psychologique qu'il faut attribuer le mouvement des émissions pendant l'année 1926.

La dette publique intérieure, qui s'élevait à 273 milliards 984 millions au 31 décembre 1925, a augmenté de 13 milliards 1/2 en 1926, puisqu'elle s'élève au début de 1927 à 286 milliards 274 millions. Mais cette dette est beaucoup moins menaçante, les échéances ayant été mieux aménagées et l'augmentation ayant porté surtout sur la dette à long terme, qui augmente de 8 milliards; la dette flottante qui est la plus dangereuse diminuant de 242 millions.

1927. — Cependant au 1^{er} janvier 1927, cette dette flottante est encore de 93 milliards 545 millions et il est urgent de la convertir en dette à long terme. C'est pourquoi la principale caractéristique de l'année 1927 va résider dans ce fait que la plupart des opérations d'émission du Trésor et de la Caisse d'amortissement se réduisent à des échanges de titres. Sur 79 milliards 422 millions de titres émis, 73 milliards 352 millions servent à effectuer des remboursements.

Il est intéressant d'observer en détail, dans ces émissions, l'aménagement des échéances et l'abaissement du taux de l'intérêt, qui nous montrent à la fois l'amélioration du crédit de l'Etat et la continuation de l'œuvre très utile de la Caisse d'amortissement.

Le premier emprunt de l'année 1927 a consisté dans l'émission, au mois de janvier, de bons ordinaires du Trésor de 100.000 francs au moins à échéance d'un mois à un an et intérêt de 3 à 5 %. On en a émis 5 milliards 419 millions et la plus grande quantité de cet emprunt a servi à rembourser d'autres bons ordinaires du Trésor.

Le 15 février sont émis des bons du Trésor 7 % amortissables en 15 ans à 550 francs, et pouvant être souscrits à 462 fr. 50 ce qui constitue un taux réel d'intérêt de 8,50 %.

Nous avons vu plus haut qu'une émission de bons semblables avait été faite en décembre 1926, mais à échéance de dix ans et à un taux réel d'intérêt de 8,67 %. Il y a donc amélioration en faveur du Trésor, quant à l'intérêt et quant à la date de remboursement.

Cette émission, qui s'est élevée à 3 milliards 748 millions, a permis de rembourser intégralement des bons du Trésor à 5 ans émis en 1922. On a ainsi assuré le renouvellement des bons à 5 ans par des bons à 15 ans.

L'épargnant a même consenti en 1927 à souscrire à des émissions à long terme. C'est ainsi que des rentes 6 % amortissables sont émises en mai à un taux réel d'intérêt de 6,98 %, l'amortissement devant s'effectuer en 50 ans.

Ces rentes ont été échangées contre des valeurs à court terme du Trésor et du Crédit National et contre des bons de la Défense Nationale.

Jusqu'ici aucun des emprunts n'était destiné à drainer vers le Trésor de l'argent frais. Il en est autrement pour les obligations 6 % amortissables en 50 ans émises en juillet 460 fr. Une partie de ces obligations, qui servaient un intérêt réel de 6,67 %, a été échangée contre 1 milliard 393 millions de B. D. N., tandis que la plus grosse partie était souscrite en numéraire, absorbant 3 milliards 250 millions d'argent frais.

La Caisse Autonome a continué enfin l'émission de ses

bons de la Défense Nationale. Elle en a émis 47 milliards 219 millions, tandis qu'elle en remboursait 43 milliards 985 millions, ce qui correspond à un emprunt d'argent frais de 3 milliards 234 millions. Ces souscriptions d'argent frais n'étaient pas destinées à couvrir les dépenses courantes du Trésor. Nous étions dans une période de restauration monétaire et les 9 milliards 596 millions d'impôts nouveaux votés en 1926 avaient augmenté suffisamment les recettes du budget de 1927. L'objet de ces émissions était de consolider les comptes courants à vue du Trésor et de rendre ainsi définitifs les remboursements du Trésor à la Banque qui, faits avec des dépôts, avaient nécessairement un caractère précaire.

Les émissions de valeurs du Trésor proprement dites en 1927 nous offrent le spectacle d'emprunts émis à des taux réels d'intérêts qui diminuent peu à peu de 8,67 % à 6,67 % tandis que les échéances s'allongent de 10 à 50 ans.

C'est sur une dette intérieure, qui s'élevait au début de 1927 à 286 milliards 274 millions que la Caisse d'amortissement a exercé son activité. Le résultat de ces émissions est excellent, puisqu'à la fin de l'année, non seulement la dette flottante a diminué de près de 15 %, et la dette à moyen et court terme de 38 %, mais la somme totale de la dette intérieure a diminué de 1 milliard 810 millions.

1928. — Nous allons voir cette diminution s'accroître pendant les années qui suivent.

L'année 1928 a présenté, en les amplifiant, à peu près les mêmes caractères que l'année 1927.

L'abondance des capitaux continue, tandis que les achats de devises se multiplient et que la stabilité monétaire attire en France les capitaux de nombreux pays.

Le Trésor et la Caisse d'amortissement profitent de cette situation pour continuer à aménager la dette publique et,

sur 24 milliards 111 millions d'émission, 14 milliards 566 millions sont consacrés à des remboursements, l'excédent d'émission s'élevant à 9 milliards 545 millions.

Ces 9 milliards 1/2 d'argent frais, pas plus qu'en 1927, ne sont destinés à couvrir les dépenses de l'Etat, comme nous allons le voir.

Nous trouvons, en 1928, des émissions de bons du Trésor ordinaires et de bons de la Défense Nationale, l'émission de rentes 5 % 1928 et enfin l'émission d'obligations des P. T. T. 5 % 1928.

Quels étaient les buts de ces trois sortes d'émission ?

La Caisse d'amortissement a continué par son jeu d'émissions et de remboursements à mieux aménager ses échéances en supprimant les émissions de bons de 1 mois à 1 an, et à réduire progressivement le taux d'intérêt servi à ses souscripteurs grâce à l'abondance des disponibilités monétaires. A partir du 3 juin 1928 les bons à 1 an étaient complètement amortis. A la veille de la stabilisation légale de notre monnaie, la Caisse d'amortissement n'avait donc plus à se préoccuper du remboursement de bons. Elle a continué, cependant, à émettre des bons à deux ans à 4 %, dans la limite de 381 millions par mois, afin de ne pas déshabituer les souscripteurs de se présenter à ses guichets.

La dette à long terme a augmenté fortement en 1928 par suite de l'émission des rentes 5 % 1928.

Cette émission est très importante, puisqu'elle fait partie intégrante des opérations qui ont concouru à assurer la stabilité légale de notre monnaie.

Emise en mai et amortissable en 75 ans, elle n'était pas destinée à couvrir les dépenses de l'Etat, mais représentait simplement une opération de conversion et de consolidation de la dette publique. Cet emprunt, qui s'éleva à 21 milliards 629 millions devait permettre de transformer en prêt

à long terme les simples dépôts de fonds effectués au Trésor. Ce dernier pouvait alors s'en servir sans crainte pour rembourser sa dette à la Banque de France. Il convenait de réduire le montant de ces avances à un taux assez bas pour que la dette pût être complètement annulée par la réévaluation de l'encaisse métallique au taux envisagé par la nouvelle définition du franc, libérant de toute inflation le gage de la circulation monétaire. L'emprunt 5 % 1928 fut couvert en 8 jours et la souscription en numéraire fut close, lorsqu'on eut atteint le chiffre de 10 milliards 1/2.

Les 11 milliards constituant le reste de l'emprunt étaient destinés à consolider des dettes à court terme (bons de la Défense Nationale à un ou deux ans, bons du Trésor 1923 à 10 ans, obligations de la Défense Nationale 1919 à 10 ans) et à abaisser le taux de l'intérêt, puisque les rentes 5 % remplacent des titres 6 %.

Cette émission de rentes 5 %, faite à 91 fr. a très bien réussi, et elle nous permet de constater qu'en 1928 l'Etat n'emprunte plus qu'à 5,53 % et pour une durée de 75 ans.

Cette opération de ponction (si l'on peut s'exprimer ainsi) ayant fixé les francs qui restaient dans la circulation et écarté tout risque d'inflation, a été suivie le 25 juin par la stabilisation légale. A partir de ce moment la faillite de l'Etat était consacrée pour les 4/5, mais il reprenait ses fonctions avec une trésorerie parfaitement assainie.

Ainsi, les émissions des sociétés n'avaient plus à craindre sa concurrence sur le marché des capitaux et la stabilisation légale rassurait les souscripteurs.

Le jour de la promulgation de loi monétaire l'Administration des P. T. T. émettait un emprunt de 1 milliard 700 millions de francs destiné à rembourser une avance du Trésor et en novembre plaçait une nouvelle tranche de 532 millions destinée à subvenir à des frais de premier établissement. Cet

emprunt 5 % émis à 472 francs ne rapportait qu'un intérêt réel de 5,29 % témoignant de l'amélioration très sensible du crédit public.

1929. — Après ces deux emprunts importants, tous les dangers des échéances massives de la dette avaient été écartés et l'année 1929 commençait sous les meilleurs auspices, la nécessité pour l'Etat de faire appel à de nouveaux capitaux diminuant de plus en plus.

C'est, en effet, la première année où les remboursements de l'Etat l'emportent de 1 milliard 629 millions sur ses émissions.

Les ressources de trésorerie de l'Etat étaient très importantes en 1929 et aucune émission de bons n'était nécessaire. Cette abondance provenait de la prudence avec laquelle le Trésor s'était préparé à faire face à l'échéance du 1^{er} août concernant les stocks américains cédés à la France pour 10 milliards. D'ailleurs les excédents budgétaires (3 milliards en 1929), s'accumulaient rendant de plus en plus florissante la situation du Trésor.

La Caisse autonome procède à quelques émissions de B. D. N. mais les remboursements l'emportent de beaucoup sur ces quelques émissions, qui ont pour but l'égalisation des échéances mensuelles des B. D. N. et l'abaissement du taux de l'intérêt de ces bons de 4 % à 3 1/2 le 20 décembre.

Les deux principales émissions de valeurs du Trésor en 1929 sont des émissions de valeurs à long terme.

La première a été faite par la Caisse d'amortissement qui a émis à 935 fr. des obligations 4,50 % amortissables en 40 ans, le taux réel d'intérêt étant ainsi de 5,03 %.

L'émission ouverte le 18 février 1929 réussit parfaitement et permit de consolider ainsi 5 milliards 357 millions de B. D. N. à deux ans et de convertir en 4 1/2 % les deux milliards 231 millions d'obligations 6 % 1926.

Cette émission présentait d'autant plus d'importance pour la Caisse d'amortissement que la charge des intérêts devenait plus lourde pour elle à mesure que les bénéfices de l'exploitation des tabacs progressaient. Elle en était arrivée à distribuer un intérêt réel de 8,11 % alors que la baisse de l'intérêt s'accusait au contraire de plus en plus. La conversion était très avantageuse pour la Caisse, puisque les nouvelles obligations émises à 935 ‰ rapportaient un intérêt réel de 5,03 %. Cette diminution de 3,08 % devait permettre à la caisse d'effectuer de nouveaux amortissements de la dette.

Les P. T. T., suivant l'exemple de la Caisse d'amortissement, ont émis le 10 mai 1929 un emprunt de 600 millions à 5 % remboursable en 30 ans et offert au public à 470 fr.

Ceci représente un total d'émission de 8 milliards 153 millions contre 9 milliards 782 millions de remboursements pour l'année 1929.

L'Etat remet en circulation des capitaux qui pourront s'investir productivement dans des entreprises privées.

Ce magnifique résultat a été obtenu, comme nous avons pu le constater, grâce à la politique de la Caisse d'amortissement, qui, par un jeu d'émissions et de remboursements très bien combiné, a abaissé la dette publique de la France, l'a rendue moins onéreuse et enfin a aménagé ses échéances de façon à éviter toute gêne de Trésorerie.

Il est facile d'apprécier ces résultats sur le tableau suivant :

(En millions de francs.)								
Années	Dette publique intérieure totale	Dette perpétuel. et à lg t.	Dette à moyen et à ct t.	Dette flottante	Pourcentage par rapport à 1.			
	1	2	3	4	2	3	4	
Début 1926	273.984	143.716	36.481	93.787				
— 1927	286.274	151.013	41.716	93.545	52,85	14,50	32,65	
— 1928	284.464	178.948	25.825	79.961				
— 1929	272.896	206.254	22.077	44.565				
— 1930	265.078	205.255	22.176	37.647	77,65	8,33	14,02	

Nous voyons que le total de la dette publique intérieure s'est abaissé de 286.274 millions en 1927 à 259.084 millions en juillet 1930, soit une baisse de 7, 31 %.

Tandis qu'en 1927 la dette flottante représentait 32,65 %, la dette à court et moyen terme 14, 50 % et la dette à long terme 52,85 %, nous voyons en 1930 la dette flottante s'abaisser à 14,02 % de l'ensemble, soit une diminution de plus de 1/2, la dette à court terme n'atteignant que 8,33 % tandis que la dette à long terme représente plus des 3/4 à 77, 65 %, alors qu'en 1927 elle ne représentait que 1/2 de l'ensemble.

Enfin les taux d'intérêt ont baissé considérablement :

INTERET DES BONS DE LA DEFENSE NATIONALE

Dates	Bons à 1 mois	Bons à 3 mois	Bons à 6 mois	Bons à 1 an	Bons à 2 ans
1 ^{er} octobre 1926	3,60 %	5 %	5,50 %	6 %	
1 ^{er} décembre	3 %	5 %	5,50 %	6 %	
16 décembre.....	Emission suspendue	4 %	4,50 %	5,50 %	
1 ^{er} janvier 1927		4 %	4,50 %	5,50 %	6 %
3 février		Emission susp.	Emission susp.	5 %	6 %
11 avril				4 %	5 %
6 mai.....				3 %	5 %
22 juin				Emission susp.	4,50 %
25 avril 1928					4 %
Décembre 1929					3,50 %
Mai 1930.....					3 %
1931					2,50 %

Bons à 10 ans	Décembre 1926	8,67 %
— 10 ans	Février 1927	8,50 %
Rente amortissable en 40 ans ...	Mai 1927	6,98 %
Oblig. amortissables en 50 ans ..	Juillet 1927	6,67 %
Rente amortissable en 75 ans ...	Mai 1928	5,53 %
Oblig. amortissables en 40 ans ..	Janvier 1929	5,03 %

Mais il serait erroné de penser que cette diminution de la dette publique ait restitué au marché des capitaux exactement le montant de cette diminution.

En effet, si les remboursements de l'Etat l'emportent sur ses émissions, l'augmentation de ses recettes est une cause assez importante de ce phénomène.

Cette augmentation des recettes, due à une charge plus forte des impôts, a pour effet de diminuer le nombre des capitaux disponibles chez l'épargnant et restreint ainsi la bonne influence exercée par les remboursements de valeurs du Trésor.

Il est facile de voir sur le tableau suivant que les impôts ont progressé sans cesse de 1926 à 1930.

Années	En millions.					
	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Recettes de l'Etat	29.486	39.332	41.246	42.445	45.366	48.665

§ II. Emprunts des départements, communes et groupements de sinistrés

A) **Emprunts des départements et communes.** — Les emprunts des départements et des communes constituent une concurrence sérieuse pour les emprunts d'Etat, lorsqu'ils sont effectués par souscription publique et, l'emprunt ne constituant pas une ressource normale, il est utile de savoir d'abord dans quelle mesure les collectivités publiques peuvent être admises à emprunter.

M. Allix constate que « depuis le second Empire jusqu'en 1914, leurs dépenses avaient environ doublé par suite de la

multiplication des dépenses obligatoires à la charge des départements et des communes, du développement de la voirie et des travaux publics, des dépenses scolaires, etc... ».

Des lois récentes ont imposé aux départements et communes de nouveaux services obligatoires, tels que l'assistance aux femmes en couches, les dispensaires d'hygiène sociale, etc.

Depuis la guerre ces chefs de dépenses n'ont fait que s'accroître et les collectivités sinistrées, particulièrement, ont dû contracter des emprunts assez élevés jusqu'en 1928.

Le département, d'autre part, à des raisons spéciales pour emprunter. Sans attache avec le passé et émanation directe et la loi, il n'a point hérité comme les communes de domaines productifs. Et, loin de lui rapporter son patrimoine lui est surtout onéreux.

Pour satisfaire à ses nombreux besoins le département n'a à sa disposition que des centimes additionnels qui sont, le plus souvent, insuffisants. C'est ainsi qu'on peut constater d'après un rapport annuel adressé au ministère de l'Intérieur, sur la situation financière des départements, que 9/10 de nos départements ne peuvent vivre avec leurs ressources normales ordinaires ou extraordinaires.

La commune possède bien en dehors des centimes additionnels les produits de son domaine, les octrois et les taxes représentatives du prix de certains services, mais toutes ces ressources ne sont pas suffisantes pour équilibrer son budget et elle a dû faire appel à l'emprunt.

Les dépenses des budgets locaux étant évaluées environ à 11 milliards, il était normal que les recettes ne fussent pas à équilibrer les dépenses.

En examinant successivement les emprunts des collectivités sinistrées et ceux des collectivités non sinistrées, nous distinguerons mieux les raisons qui ont pu inciter les départements et les communes à emprunter de 1926 à 1930.

EMPRUNTS DES DEPARTEMENTS ET DES COMMUNES

<i>Années</i>	1926	1927	1928	1929
Collectivités sinistrées . . .	993	809	119	119
Collectivités non sinistrées	360	223	710	2.372
Total	1.353	1.032	829	2.491

Ces emprunts dépassaient en 1926 le montant des valeurs émises directement par le Trésor, puisqu'ils se montaient à 1 milliard 353 millions contre 965 millions pour le Trésor.

Les communes et les départements faisaient de plus en plus appel aux moyens extrabudgétaires, parce qu'ils étaient limités dans le développement de leurs ressources normales par une législation trop rigide et par la saturation fiscale de leurs administrés. Jusqu'à la loi du 13 août 1926, l'emprunt était nécessaire pour pallier au manque d'élasticité des budgets locaux. Cette loi a permis à toute commune d'établir après approbation du préfet et avis de l'Administration des Finances, 23 taxes diverses.

L'année 1927 voit diminuer cet appel des capitaux des collectivités publiques, qui n'atteint plus que le chiffre de 1 milliard 146 millions. Cette diminution est due à ce fait que les communes prétendent qu'elles ne peuvent pas placer dans de bonnes conditions les emprunts nécessaires pour entreprendre des constructions urbaines.

Donnant satisfaction à ces doléances le Gouvernement a fait voter par la Chambre le 12 mai 1927 un projet de création d'une caisse d'avance aux communes. Cette caisse consentait des avances à un taux réduit d'intérêt qui était de 1 à 2 % suivant la durée du prêt. Cette caisse était d'une grande utilité, les conditions des prêts ordinaires étant presque prohibitives, et elle avait en outre l'avantage de distri-

buer d'une façon rationnelle le produit des fonds communs dont le montant est actuellement éparpillé entre des affectations diverses.

En 1926 et 1927 les emprunts des collectivités sinistrées constituaient environ les 3/4 des emprunts communaux et départementaux. En 1928 leur chiffre s'abaisse brusquement de 809 millions à 119 millions pour se maintenir au même chiffre en 1929.

En effet, à partir de 1928 les réparations des régions dévastées touchent presque à leur fin, au moins en ce qui concerne les travaux d'ordre public.

Il n'en est pas de même des collectivités publiques non sinistrées qui empruntent en 1928 trois fois plus qu'en 1927, 710 millions contre 223 millions en 1927.

La part des départements et des communes dans les emprunts de 1928 s'élève seulement à 829 millions, tandis que le Trésor emprunte durant cette année la somme énorme de 9 milliards 545 millions.

L'année 1929 n'apporte pas de changement dans les émissions désormais très faibles des collectivités sinistrées, mais les départements et les villes qui n'avaient pas éprouvé les effets de la guerre empruntent des sommes de plus en plus élevées (2 milliards 372 millions en 1929), tandis que les remboursements du Trésor l'emportent au contraire de 1 milliard 629 millions sur les émissions.

L'explication de cet accroissement peut être cherchée dans la nécessité pour les communes non sinistrées de se moderniser et de suivre le progrès. Les communes sinistrées ont été obligées de se reconstituer entièrement et elles l'ont fait avec tous les perfectionnements qui avaient été découverts, et il leur était plus facile d'adapter leur équipement à leurs nouvelles charges qu'aux autres villes de faire face à ces nouvelles obligations avec leur organisation antérieure.

Mais cette explication n'est pas suffisante, et pour saisir exactement les deux mouvements contraires des émissions entre 1926 et 1930, mouvement ascendant pour les collectivités non sinistrées, et mouvement descendant pour les collectivités sinistrées, il est bon d'entrer dans le détail de ces émissions et de rechercher à quel genre de collectivité publique et à quelles régions elles sont destinées, pour envisager ensuite les taux d'intérêt et les échéances.

EMPRUNTS DES COLLECTIVITÉS PUBLIQUES SINISTRÉES

Dates	Émetteurs	Nominal des titres	Taux d'intérêt	Prix d'émis.	Durée de l'amortis.	Montant de l'emp. approx. en millions.	T. réel
—	—	—	—	—	—	—	—
1926 Janvier .	Nord	500	7 %	430	15 ans	140,7	9,5 %
Février .	Reims	—	—	—	—	63,8	—
Mars....	Aisne	—	—	—	—	174,5	—
—	P.-de- Calais	—	—	—	—	150	—
Avril ...	Marne	—	—	—	—	160	—
Sept. ...	Nord	—	—	—	—	100	—
Nov.....	M.-et- Moselle	—	—	—	—	31,3	—
Déc.	Somme	—	—	—	—	125,8	—
Déc.	St-Q.	—	—	—	—	46,6	—
1927 Janvier	Nord	500	7 %	430	15 ans	121,7	9,5 %
Mars....	Aisne	—	—	477,5	20 ans	109	9 %
—	P.-de-C.	—	—	447,5	20 ans	178,7	8,5 %
Avril ...	Nord	—	—	452	20 ans	325	8,25 %
Juillet ..	Reims	1.000	6 %	900	30 ans	74,3	7 %
1928 Janvier .	Aisne	—	—	975	30 ans	118,9	6,25 %
1929	P.-de- Calais	—	—	—	—	119	—

En 1926, les collectivités sinistrées ayant effectué des emprunts comprennent 6 départements et 2 villes. Le Nord, long territoire touchant à la frontière belge, a été très éprouvé par la guerre et il emprunte 240 millions de francs en 1926 et 450 millions en 1927. Les autres départements, ayant emprunté le plus, sont le Pas-de-Calais qui emprunte 150 mil.

lions en 1926, 178 millions en 1927 et 119 millions en 1929. L'Aisne vient au troisième rang ayant émis 174 millions d'obligations en 1926, 109 en 1927 et 119 en 1928.

La Marne, la Somme et la Meurthe-et-Moselle ont fait aussi des emprunts pendant cette période, mais seulement en 1926.

Quant aux villes sinistrées, deux seulement contractent des emprunts en 1926 et 1927 : Reims et Saint-Quentin. Les départements qui ont les dettes publiques les plus importantes sont la Seine, les Bouches-du-Rhône, l'Isère, la Haute-Savoie, la Haute-Garonne, la Gironde et le Jura. A la clôture de l'exercice 1927 on a constaté que deux départements seulement avaient une dette obligatoire de moins de 1 million de francs :

2 = — de 1 million

22 = + de 1 million

34 = + de 10 millions

11 = + de 20 millions

9 = + de 30 millions

7 = + de 40 millions

Toutes ces émissions étaient, comme nous le savons, garanties par les annuités dues par l'Etat pour la réparation des dommages de guerre. Le crédit était donc sensiblement le même pour tous les emprunteurs et les conditions d'émission ne devaient varier qu'avec les époques. C'est ainsi que pour les 993 millions émis en 1926 la forme d'obligations de 500 fr. 7 %, nettes d'impôts amortissables en 15 ans et émises à 430 francs est toujours adoptée. Le taux réel approximatif est donc de 9,5 %.

A partir de mars et avril 1927, les échéances s'allongent jusqu'à 20 ans, la prime d'émission étant d'autre part importante. Cette double amélioration du crédit est caractérisée par un intérêt réel de 8,5 %.

A partir de juillet 1927, on adopte la forme d'emprunt 6 % amortissable en 30 ans et le montant normal de l'obligation est de 1.000 fr. au lieu de 500 fr., l'intérêt réel étant en 1928 de 6,25 %.

Nous constatons ici la même amélioration du crédit que nous avons soulignée précédemment en passant en revue les émissions du Trésor et que nous retrouverons encore dans les emprunts des sociétés privées.

Parmi les collectivités non sinistrées, il faut ranger au premier rang la Ville de Paris et le département de la Seine.

La Ville de Paris a émis à 950 fr. en 1928 350 millions de francs d'obligations 5 % demi-net, amortissables en 48 ans; ce qui représentait une charge réelle d'intérêt de 6,6 %, alors que le département de la Seine avait émis en octobre 1926 un emprunt de 103 millions, amortissable en 16 ans, dont le taux de revient était de 13, 1%. L'amélioration du crédit s'est faite dans la proportion de 100 %.

C'est à cause de ces taux prohibitifs que la Ville de Paris avait retardé l'émission d'emprunts qui lui étaient nécessaires, et elle avait dû recourir alors au système des fonds de travaux alimentés par le produit des augmentations de tarifs des services publics. Dès que l'état du marché des capitaux le lui a permis, la Ville a recommencé à faire appel au crédit public et les 2 milliards 372 millions d'émissions effectuées par les collectivités publiques non sinistrées en 1928 ont pour cause une demande de capitaux s'élevant à 2 milliards 300 millions pour la seule ville de Paris.

D'ailleurs, à partir de 1929, une partie des emprunts sont des emprunts de conversion et l'emprunt 4 % de 176 millions émis par la Ville de Paris en 1930 à 975 fr. a pour but de rembourser des obligations 6 1/2 % 1921.

Il en est de même pour l'emprunt 4 % de 141 millions émis par la Seine en 1930 et qui a pour but de rembourser des obligations 6 1/2 % 1924. Ces deux emprunts sont amortissables en 30 ans.

Il nous est impossible d'entrer dans le détail des émissions des autres villes ou départements. On y constaterait d'ailleurs la même évolution des emprunts.

Les capitaux tendant actuellement à se placer à long terme, les émissions des départements et des villes adoptent l'amortissement en 30 ans.

Pourquoi ces collectivités publiques restent-elles généralement dans les limites de ces 30 ans pour le remboursement de leurs emprunts ?

La réglementation de ces emprunts en est la cause.

Nous savons que les départements et les communes ne peuvent émettre des emprunts que si le Conseil général ou le Conseil municipal ont voté ces emprunts. Ce vote est suffisant, si ces emprunts n'excèdent pas 30 ans et si leur service est assuré par les ressources ordinaires et extraordinaires. Un emprunt remboursable en plus de 30 ans nécessiterait d'autres autorisations.

Mais ces emprunts par souscription publique ne paraissent devoir être employés que pour les grandes villes et les départements riches sûrs de leur crédit, ou pour les emprunts d'une véritable importance.

En général, les frais d'émission sont d'autant plus considérables que l'emprunt est d'une somme plus faible, et le crédit des particuliers va difficilement aux communes pauvres ou ignorées, voire même aux départements.

En toute autre hypothèse, il semble préférable de recourir aux traités de gré à gré avec les particuliers et avec les caisses publiques.

C'est ainsi qu'un grand nombre de départements et de communes empruntent à la Caisse des Dépôts et Consignations, au Crédit Foncier ou à la Caisse de Retraites pour la vieillesse. Le chiffre de ces emprunts n'est pas compris dans les chiffres que nous avons cités plus haut et il nous est

impossible d'entrer ici dans le détail de ces petits emprunts.

Pour dégager le caractère des emprunts communaux et départementaux de 1926 à 1930, on peut dire que les collectivités publiques sinistrées n'ont plus de très grands besoins de capitaux, tandis que les dépenses des autres groupements augmentent sans cesse par suite de l'accroissement des dépenses sociales, telles que l'établissement de maisons à bon marché, la salubrité publique, et par suite des frais accrus pour l'entretien des routes communales et départementales et pour la police.

Les recettes sont insuffisantes en face de ces dépenses énormes et l'emprunt est de plus en plus nécessaire.

Nous constatons simplement ce fait sans chercher à apprécier si un meilleur aménagement des finances locales n'aurait pas pour effet de diminuer cette demande de capitaux.

B) Emprunts des groupements de sinistrés. — Peu après la guerre, alors que le problème de la reconstitution des régions dévastées se posait dans toute sa gravité, des groupements se sont constitués pour réparer d'une façon méthodique les dégâts causés par la guerre. Ces groupements se sont généralement spécialisés par profession et cette union des intérêts professionnels a permis d'effectuer des emprunts, qui auraient été impossibles pour un seul individu.

On peut citer parmi ces associations les groupements de l'Outillage sinistré, de la Reconstitution immobilière, de l'Industrie sucrière, des Houillères du Nord et du Pas-de-Calais, des industriels sinistrés, etc.

Tous ces groupements possédaient, comme les villes et les départements sinistrés, des créances de dommages de guerre pour lesquelles l'Etat leur servait des annuités. Comme ils avaient besoin immédiatement de capitaux importants, ils ont mobilisé leurs créances de dommages de guerre en effectuant des emprunts gagés sur ces annuités.

**EMPRUNTS DES GROUPEMENTS DE SINISTRES
ET DU CREDIT NATIONAL.**

<i>Années</i>	<i>Total en millions</i>
1925	0
1926	39
1927	429
1928	613
1929	406

En 1926 ces groupements n'avaient emprunté que 39 millions à cause de la hausse du taux de l'intérêt, mais en 1927 ils réapparaissent sur le marché des capitaux, où ils absorbent 429 millions de francs. Ces groupements continuent à emprunter : 613 millions en 1928 et 406 millions en 1929.

On peut remarquer qu'il ne s'agit pas ici de collectivités publiques, mais d'entreprises privées de reconstruction et on peut être assuré que l'usage qu'elles feront des capitaux empruntés sera toujours utile pour la production, puisqu'il s'agit de la satisfaction d'intérêts privés.

En étudiant ces émissions dans chacun des mois de l'année, on constate que ces émissions se font surtout au début et à la fin de l'année, tandis que les mois de mai, juin, juillet, août sont peu favorables aux demandes de capitaux. Ce phénomène est particulièrement sensible en 1926, parce que ces 4 mois correspondent exactement à la période aiguë de la crise de confiance.

Mais nous reverrons plus loin que, d'une façon générale, les mois d'été correspondent toujours à un ralentissement dans le marché des capitaux.

§ III. Emprunts des colonies

A) **Faible importance des emprunts coloniaux.** — Malgré la faible importance des emprunts coloniaux dans l'ensemble

du marché des capitaux (ces emprunts n'atteignent pas 600 millions entre 1926 et 1930), leur étude n'est pas inutile, car elle nous permettra de mieux saisir l'insuffisance de l'outillage de nos colonies et les causes de cette insuffisance.

La France possède un empire colonial de 12 millions de km², habité par 59 millions d'hommes. Pour mettre en valeur ces immenses territoires, nous n'avons prêté que 10 milliards à nos colonies, alors que les Anglais ont investi dans leurs dominions plus de 200 milliards et, comme le fait remarquer M. G. Candace, nous avons placé les $\frac{4}{5}$ de cette somme dans la partie de la France extérieure qui n'est pas une colonie et qui s'appelle l'Afrique du Nord, et seulement 1 milliard 200 millions dans nos colonies proprement dites.

Si l'on veut pousser la comparaison plus loin, on trouve qu'en Afrique les colonies anglaises possèdent 35.000 km. de voies ferrées et les colonies belges 6.500 km., alors que nous n'avons que 2.500 km. de voies ferrées dans l'Afrique occidentale française.

La conséquence de cet état de choses est que la France, ayant négligé les ressources que contient son immense empire colonial, est obligée de s'adresser à d'autres pays pour les matières premières et les produits exotiques dont elle a besoin.

En votant des emprunts pour la mise en valeur de nos colonies, le Parlement assurerait l'indépendance économique de notre pays vis-à-vis de l'étranger.

B) **Emprunts de 1926 à 1930.** — Cette étude étant limitée à la période 1926-1930, nous allons voir combien est faible le chiffre des emprunts coloniaux qui ont été contractés.

L'énumération est rapide : 37 millions sont empruntés par l'A. E. F. en 1926. Il s'agit d'obligations 7 % émises à 450 fr. et remboursables en 50 ans.

Le chiffre augmente jusqu'à 114 millions en 1927 et l'A. E.

reste toujours le seul emprunteur émettant en mars, pour 35 millions, des obligations 7 % à 453 fr. remboursables en 50 ans et faisant un 2^e emprunt de 79 millions en novembre par l'émission à 925 fr. de 78.811 obligations de 1.000 fr. 6 % remboursables en 50 ans. En 1928 le Gouvernement tunisien fait un emprunt de 7 millions à 6 %. Enfin, en 1929, le Gouvernement français donne sa garantie à un emprunt de 325 millions effectué en mai par le Gouvernement chérifien par l'émission à 925 fr. d'obligations 4 1/2 % amortissables en 75 ans, tandis que l'A. E. F. emprunte encore 34 millions en mai et 55 millions en décembre par des émissions à 990 fr. d'obligations de 1.000 fr. 4 1/2 %.

EMPRUNTS DES COLONIES (en millions de francs).

1922	15
1923	362
1924	86
1925	0
1926	37
1927	114
1928	7
1929	414

Tel est le bilan des emprunts coloniaux de 1926 à 1930.

Personne ne reprochera évidemment aux colonies d'avoir accaparé les capitaux pendant cette période.

La faiblesse de ces sommes a plusieurs causes.

On peut admettre qu'en 1926, les conditions du marché financier étaient très mauvaises, et il est normal que les colonies aient préféré ne pas assumer des charges d'emprunts pouvant s'élever jusqu'à 14 % à cause de l'instabilité du change.

D'ailleurs on a dû aussi réserver le marché financier au placement, plus urgent, des emprunts métropolitains.

Pendant ce temps, les colonies ont pratiqué une sage poli-

tique d'excédents budgétaires, mais ce sont là des moyens de fortune très limités. A l'aide des fonds de réserve, où sont versés les excédents de recettes, les colonies ont pu financer un certain nombre de travaux sans recourir à l'emprunt. Mais, pour augmenter ces excédents budgétaires, il faudrait accroître les impôts locaux, qui s'ajoutent déjà aux impôts perçus dans la métropole; et les impôts ne peuvent pas être élevés dans les colonies, car la richesse n'y est pas développée.

Des emprunts auraient l'avantage de permettre de développer cette richesse.

D'ailleurs il est facile de constater l'amélioration du crédit, puisque l'A. E. F. a emprunté en 1929 à 4 1/2 % avec une prime d'émission de 70 %, ce qui représente un taux raisonnable.

Il faut aussi que toutes les colonies empruntent et l'on est étonné de constater que l'A. E. F. est à peu près la seule colonie ayant émis des obligations de 1926 à 1930. Il est vrai que c'est une de nos colonies dans laquelle jusqu'ici avaient été investis le moins de capitaux.

Excepté l'emprunt tunisien de 1928, tous ces emprunts ont reçu la garantie de l'Etat.

Comme le disait M. Baréty à la Chambre des députés : « La garantie est une chose tout à fait naturelle, puisqu'elle augmente la sécurité des porteurs des obligations et que, par là même, des conditions de souscription plus favorables peuvent être obtenues par les colonies elles-mêmes¹ ».

Certains ajoutent même que la garantie a plutôt un caractère moral que matériel et devrait toujours être donnée.

Mais il ne faut pas oublier que si la garantie n'a jamais joué effectivement pour la plupart des colonies, elle a joué cependant pour l'A. E. F., comme le faisait remarquer à la

1. *Journal Officiel*, 21 novembre 1930.

Chambre M. Baréty, lors du débat sur les emprunts coloniaux.

En dehors de la garantie de la métropole, beaucoup d'autres moyens ont été employés, ou, du moins, peuvent l'être, pour favoriser les emprunts coloniaux.

Nous voulons parler tout d'abord des exonérations d'impôts.

Alors que la loi fiscale réserve habituellement le traitement le plus favorable aux emprunts d'Etat français, qui bénéficient d'exonérations et d'immunités particulières, la loi du 29 mars 1914 assimilait purement et simplement les effets publics coloniaux aux autres obligations françaises, tandis que les titres d'actions et d'obligations des sociétés commerciales coloniales et des villes coloniales sont exonérés des droits qui pèsent sur les valeurs mobilières dans la métropole.

Les pays de protectorat et les territoires sous mandat français ne sont pas assimilés à des colonies, mais à des territoires étrangers au point de vue de la fiscalité des valeurs mobilières.

Une loi de 1928 avait exonéré du timbre et de l'impôt sur le revenu les emprunts à émettre par le Maroc et la Tunisie. Une loi du 29 décembre 1929 a étendu cette faveur, en affranchissant de l'impôt sur le revenu des capitaux mobiliers les intérêts, arrérages et tous autres produits des rentes, obligations et autres effets publics émis à partir de l'entrée en vigueur de la présente loi par les colonies françaises, pays de protectorat et pays sous mandat français.

Le seul défaut de cette loi est qu'elle n'a pas d'effet rétroactif, mais ses effets bienfaisants vont se faire sentir pour les emprunts votés par la Chambre en 1930.

Une autre mesure de nature à favoriser les emprunts coloniaux a trait à la forme de l'autorisation.

Nous savons que les emprunts délibérés, suivant les colo-

nies, par le conseil général ou par le gouverneur en conseil administratif sont approuvés par décret en conseil d'Etat, ou par une loi lorsque la colonie fait pour cet emprunt ou a fait pour des emprunts antérieurs appel à la garantie de l'Etat.

Une loi du 24 mars 1928 a stipulé que ce décret en conseil d'Etat n'était pas toujours nécessaire et que lorsque, dans les travaux projetés, il y aurait plus de 20 % de prévus au titre des prestations allemandes, l'autorisation de contracter un emprunt pourrait être donnée par simple décret du ministre des colonies contresigné par le ministre des Finances.

Les colonies ont intérêt à se servir des prestations allemandes, car elles ne devront les rembourser à l'Etat qu'après l'achèvement des travaux auxquels elles s'appliquent et avec des intérêts minimes.

Mais l'emploi de ces prestations entraîne l'émission d'emprunts, car, pour mettre en œuvre ce matériel, il faut engage d'autres dépenses (salaires etc...).

On peut donc affirmer qu'au début de 1930 toutes les conditions sont remplies pour favoriser les emprunts coloniaux : taux de l'intérêt peu élevé, exemption de l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, prestations allemandes pouvant représenter 25 à 50 % du montant des travaux à effectuer.

C) **Projets d'emprunts votés en 1930.** — La Chambre s'est occupée activement pendant l'année 1930 de voter un plan méthodique d'emprunts destinés à financer toutes nos colonies. Le projet comportait 5 milliards d'emprunts coloniaux et une partie importante a été votée déjà par les deux Chambres.

Ces 5 milliards sont répartis de la façon suivante :

A. O. F.....	1.570 millions
Indochine	1.250 —
Madagascar	700 —

Togo	65	—
Cameroun	15	—
Nouvelle-Calédonie	95	—
A. E. F.	747	—
Martinique	150	—
Guadeloupe	125	—
Réunion	63	—
Guyane	21	—
Côte des Somalis	44	—
Etablissement français d'Océanie	23	—
Cameroun	130	—
Territoires du Sud	100	—
Total	4.998	millions

Si l'on examine le détail de ces projets d'emprunts, on voit que la plus grosse partie des sommes qu'ils représentent seront affectées à la construction des voies ferrées, les ports et rivières absorbant également des capitaux importants, le reste étant destiné à des dépenses de salubrité, d'irrigation, d'enseignement ou de défense militaire.

Ainsi sur l'emprunt de 747 millions de l'A. E. F., 447 millions sont destinés à l'achèvement du chemin de fer de Brazzaville à l'Océan et 300 millions doivent être dépensés pour l'établissement du port de Pointe Noire, que doit desservir ce chemin de fer.

On ne peut que louer cette répartition des ressources devant être fournies par l'emprunt, car il est inutile de chercher à développer la production, par des travaux d'irrigation par exemple, s'il n'existe aucun moyen pour transporter les fruits de la production. Les voies de communication sont les premières dépenses qu'il faut faire dans une colonie et le développement médiocre des colonies françaises provient,

comme nous l'avons montré plus haut, de l'insuffisance de leurs voies ferrées.

La garantie de la métropole n'est pas donnée pour la plupart de ces emprunts votés en 1930, sauf pour l'A. E. F., car on considère que la plupart de nos colonies sont arrivées à leur majorité.

D'ailleurs, il n'est pas établi que toujours et dans tous les cas la garantie de la métropole soit une chose excellente pour les créanciers de la colonie. Dans le cas de guerre aboutissant à une perte de la colonie, il est préférable que cette garantie n'ait pas été donnée. C'est aussi pour prévoir le cas de revendication d'une colonie par un pays étranger qu'on a préféré voter un emprunt concernant l'ensemble des colonies.

Cependant la tutelle métropolitaine est très utile, car c'est elle qui rassure les souscripteurs, les capitaux honnêtes hésitant à s'employer aux colonies, parce qu'ils prévoient trop de risques lointains.

Comme le disait M. Archimbaud : « Investir des fonds dans « des entreprises dont le résultat ne peut être immédiat, « voilà la grande nécessité. C'est l'épargne française qui « peut et doit vivifier nos colonies¹ ».

Tous ces emprunts vont avoir un effet merveilleux sur nos colonies et leur chiffre, relativement élevé, est normal, si l'on considère qu'après la guerre il fallait remettre en ordre les activités suspendues, puis remédier aux destructions de guerre dans quelques territoires et au déperissement général résultant d'un entretien insuffisant pendant 5 ans, par suite du défaut de ressources et d'approvisionnements. Tout ce programme a été retardé jusqu'à maintenant par suite de l'encombrement du marché financier.

Une mise de fonds globale assez élevée est nécessaire aussi

1. *Quinzaine Coloniale*, 25 décembre 1929.

parce que les colonies n'ont pas pu s'outiller peu à peu comme dans les sociétés mûries par l'expérience. Elles ont dû s'équiper brusquement et elles ne sont exploitables que si elles sont équipées.

Ces emprunts sont donc au premier chef des emprunts productifs, puisqu'il s'agit d'organiser la production et d'exécuter des travaux qui donneront et au delà les sommes nécessaires au paiement des intérêts et de l'amortissement.

La dette publique des colonies se distingue dès lors nettement de la dette publique de la métropole, puisque la première a pour but immédiat de favoriser la prospérité nationale tandis que les emprunts métropolitains sont le plus souvent la conséquence de guerres ou des gestions financières imprévoyantes.

En dehors de l'utilité générale que présentent ces emprunts, ils sont particulièrement indiqués en ce moment où sévit une crise mondiale qui met nos colonies en difficulté par un fléchissement brutal des prix des matières premières et on ne peut qu'approuver les paroles prononcées par M. Pietri à la Chambre des députés : « Je tiens à dire que l'emprunt lui
« aussi contribuera dans une très large mesure à faire cesser
« les effets de cette crise, non seulement en assurant du
« travail à une main-d'œuvre nombreuse et en améliorant les
« conditions d'existence des travailleurs et de la population,
« mais aussi, et c'est peut-être le point essentiel, en diminuant
« considérablement les frais de transport des produits par la
« voie ferrée ou par la route et en perfectionnant les installa-
« tions portuaires. Il existe donc un rapport étroit entre le
« vote du projet relatif aux emprunts coloniaux et la cessa-
« tion de la crise actuelle¹ ».

Nous avons vu plus haut que beaucoup de colonies avaient

1. *Journal Officiel*, 19 mars 1930.

effectué de grands travaux à l'aide de ressources budgétaires et en A. O. F. 1/3 du budget avait reçu cette affectation. Mais, en temps de crise, il est absolument impossible de continuer cette politique, car, avec la baisse des cours, les charges fiscales rendent les produits invendables. L'emprunt permettra précisément de réduire ces charges.

Le 1/3 du budget de l'A. O. F. soit environ 120 millions par an, en moyenne, sert à acheter de l'outillage. Ces 120 millions prélevés sur les recettes budgétaires courantes pouvaient être affectés à la rémunération et au remboursement d'un emprunt de 2 milliards; la dépense ne serait donc pas plus élevée et la rapidité d'exécution des travaux serait un gros avantage.

Si les colonies n'empruntaient pas, la continuation des travaux entrepris serait impossible et, nous savons tous, comme l'a dit M. Pietri « que rien ne se paie plus cher qu'un chantier interrompu ».

§ IV. Emprunts des compagnies de chemins de fer

C'est à cause de la garantie de l'Etat que nous classons ces emprunts dans les emprunts d'Etat, au lieu de les étudier avec les obligations des entreprises privées.

Ici la garantie matérielle s'étale aux yeux des capitalistes et fait partager aux emprunts des compagnies le caractère de confiance, qui s'attache aux rentes sur l'Etat, ce qui en rend l'émission plus facile. C'est pourquoi il n'est pas étonnant de constater qu'en 1929 les Compagnies de chemins de fer ont emprunté pour plus de 4 milliards de francs, chiffre très élevé quand on le rapproche du chiffre de 6 milliards 783 millions représentant les obligations émises pendant cette année par toutes les entreprises privées.

Mais il ne suffit pas de constater l'empressement des capi-

talistes à souscrire aux emprunts des Compagnies de chemins de fer. Il faut encore connaître la raison d'être de ces emprunts et savoir à la satisfaction de quels besoins ils sont destinés.

Comme nous le verrons plus loin dans l'étude des émissions des entreprises privées, l'importance relative du capital est une condition favorable en temps de crise, et tout le monde sait qu'une dette obligataire très élevée par rapport au capital rend la société plus vulnérable.

Si l'on appliquait ce raisonnement aux Compagnies de chemins de fer, leur gestion financière serait à blâmer, puisque le capital de chacune d'elle est beaucoup moins élevé que le montant des obligations dont elles ont à assurer le service, mais la garantie accordée par l'Etat au service de leurs titres, et notamment de leurs emprunts, leur permet d'avoir un capital minime. Nous savons d'ailleurs qu'il s'agit d'un capital à actif défectible et qu'il faut amortir avant l'expiration de la concession.

Le grand nombre des obligations oblige les Compagnies à faire de grosses dépenses pour l'intérêt et l'amortissement de ces obligations, auquel vient s'ajouter l'amortissement des actions.

D'après la convention de 1921, les dépenses à la charge de l'Etat ou des réseaux pour la construction des lignes nouvelles, ainsi que pour l'exécution des travaux complémentaires, l'augmentation et le renouvellement du matériel, l'outillage de la voie et des ateliers, le mobilier des gares, les approvisionnements etc... doivent être couvertes au moyens d'obligations nouvelles dont la période d'amortissement ne sera pas supérieure à 60 ans.

Ces obligations sont émises par chacun des réseaux pour ses besoins propres, après approbation du ministre des Travaux Publics, sur avis du Conseil Supérieur et du ministre des Finances.

Pendant la durée de la concession du réseau, les charges de ces obligations nouvelles seront assurées par des prélèvements sur les recettes brutes du compte d'exploitation et, en cas d'insuffisance, sur le fonds commun. A l'expiration de la concession, lesdites charges seront supportées par l'Etat.

C'est dans ces conditions qu'ont été émises les obligations de 1921 à 1930.

De 1919 à 1926, les emprunts des compagnies avaient atteint le chiffre très élevé de 21 milliards par suite de l'augmentation des dépenses à couvrir par l'emprunt et de l'avilissement de la monnaie nationale. Sur ces 21 milliards, 1/3 avaient servi à couvrir des déficits et 2/3 seulement avaient été affectés à des travaux d'un caractère productif.

**EMISSIONS D'OBLIGATIONS DES GRANDES COMPAGNIES
DE CHEMIN DE FER (en millions de francs) EN FRANCE.**

Années	Nord	Est	P. L. M.	P. O.	Midi	Ceinture	Etat	Alsace Lorraine	Total
1926	141	248	808	263	222	53	557	—	2.292
1927	141	267	1.042	335	226	60	1.488	288	3.847
1928	455	558	1.034	568	286	55	407	200	3.563
1929	700	374	1.496	467	459	59	325	259	4.139

En 1926 la situation était assez difficile pour les Compagnies.

La dépréciation du franc avait fait baisser considérablement le cours des obligations et le marché des capitaux à revenu fixe était presque fermé.

Cependant les Compagnies de chemins de fer avaient besoin de capitaux d'autant plus importants que la défaveur des obligations remontait déjà à 1925, année pendant laquelle les Compagnies ont pu emprunter seulement 1 milliard 426 millions (chiffre le plus bas depuis 1921). Il fallait couvrir les dépenses de premier établissement des nouvelles lignes et les

avances à l'Etat destinées à combler les insuffisances d'exploitation des réseaux déficitaires. Les souscripteurs éventuels n'étaient pas encouragés lorsqu'ils voyaient le 6 juillet 1926 des obligations 3 % 1921 de 500 fr. cotées 163 fr., ce qui correspondait à des taux d'emprunts de 12 à 13 %.

Heureusement la situation s'améliora vers la fin de l'année et les obligations 3 % cotèrent 250 fr. à la fin de 1926, le taux d'emprunt étant dès lors de 8 à 9 %.

Même à ces taux très élevés les Compagnies ne purent emprunter en France en 1926 que 2 milliards 292 millions, le P. L. M. et l'Etat absorbant 1 milliard 365 millions, soit plus de la 1/2 du total.

D'ailleurs une partie de cette somme représentait des bons 7 % à 15 ans, les prêts à long terme étant très difficiles.

Pour le surplus, elles trouvèrent préférable de s'adresser aux marchés étrangers, où le taux de l'intérêt était moins élevé et elles émirent en Suisse et en Hollande pour 1 milliard 350 millions de francs d'obligations.

Le coefficient d'exploitation a accusé en 1926 une sérieuse amélioration, puisqu'en faisant la moyenne de tous les réseaux il passe de 85 % en 1925 à 76 %.

Mais les charges de capital continuent à grossir à une allure inquiétante : de 1 milliard 100 millions en 1921, elles sont passées à 2 milliards 620 millions en 1926. Le déficit de 3 Compagnies, le P. O., le Midi et l'Etat tient surtout aux très lourdes charges des emprunts contractés aux moments de misère financière.

Il importe donc au plus haut point pour les Compagnies que les conditions d'emprunts s'améliorent.

Il en est heureusement ainsi en 1927, où le taux net moyen des obligations émises par les réseaux s'abaisse de 9,30 à 7,90, le taux brut passant de 12,15 à 10,10 %.

C'est pourquoi nous voyons le chiffre de leurs émissions

en France s'élever de 2 milliards 292 millions à 3 milliards 847 millions, le P. L. M. et l'Etat restant toujours les deux plus gros emprunteurs avec un total de 2 milliards 530 millions

Mais le taux de l'intérêt est encore trop élevé pour permettre aux Compagnies de demander au marché français tous les capitaux dont elles ont besoin. Elles doivent tenir compte de l'accroissement continu, bien que dégressif, de leurs charges de capital, car emprunter à 8 % représente encore un intérêt de 3 1/2 % au-dessus de celui d'avant-guerre. Un milliard 290 millions ont encore été émis à l'étranger, en Hollande, en Suisse et en Suède, les chemins de fer d'Alsace-Lorraine obtenant au mois de septembre en Suisse des capitaux à un taux réel de 6,22 %, soit 1 1/2 % de différence avec le marché français.

L'année 1927 s'est terminée pour l'ensemble des réseaux par un déficit de 660 millions. En effet le produit net d'exploitation s'est abaissé de 3 milliards 198 millions à 2 milliards 437 millions, alors que les charges de capital, atteignant déjà 2 milliards 620 millions en 1926, continuaient à grossir. Pour que le fonds commun soit en équilibre, il faut, non seulement, que le produit net d'exploitation couvre intégralement les charges de capital et les primes de gestion, mais il faut encore qu'il ait à son actif une somme de 490 millions représentant l'annuité constante des 5 milliards de déficit de la période 1921-1926.

La stabilité de fait de notre monnaie a été établie au début de 1927 et la sécurité monétaire qui règne en 1928 permet une accentuation de la baisse du prix des capitaux très favorable aux compagnies qui n'empruntent plus que 174 millions à l'étranger, tandis qu'en France leurs émissions atteignent encore 3 milliards 563 millions. Les Compagnies ont en effet des projets d'électrification et de construction de nouvelles lignes qui vont nécessiter pendant longtemps de gros appels de capitaux.

Pendant l'année 1928, l'Etat a emprunté 3 fois moins

qu'en 1927 et les principaux emprunteurs deviennent l'Est et le P. O., le P. L. M. restant toujours en tête.

Les charges de capital progressent toujours. Elles sont à 2 milliards 800 millions, tandis qu'en 1926 elles représentaient seulement 2 milliards 620 millions.

Heureusement, pendant cette année, le produit net d'exploitation est remonté à 3 milliards 700 millions, le coefficient d'exploitation s'établissant à 75,3 %, soit 6,5 % au-dessous de celui de 1927.

Ce relèvement du produit net d'exploitation est dû à deux causes, à un relèvement de 11,9 % des tarifs marchandises et des colis postaux et à la reprise du trafic, par suite de l'évolution de la crise de stabilisation.

Il en résulte que les Compagnies abordaient l'année 1929 avec un actif disponible de 89,5 millions au fonds commun.

Pendant cette année les appels au marché des capitaux de la part des Compagnies de chemins de fer ne faisaient qu'augmenter : leurs emprunts en France atteignent en 1929 4 milliards 139 millions et 98 millions seulement sont empruntés à l'étranger.

Les Compagnies émettent donc des emprunts plus importants en France à mesure que la diminution du taux de l'intérêt leur permet d'emprunter à des taux plus intéressants.

Elles trouvent à emprunter à 5,45 %, mais ce taux est encore trop élevé pour qu'elles se livrent vraiment à tous les travaux d'électrification qui sont projetés.

D'ailleurs ce taux ne reflète par l'état du marché qui regorge de capitaux et qui manifeste des tendances très favorables vis-à-vis des obligations, et cette différence prouve l'existence d'impôts exagérés. Or, comme l'a très bien noté M. J. Barthelemy : « La possibilité pour une entreprise d'améliorer sa production dépend souvent de quelques centimes dans le taux du loyer de l'argent, alors que le taux du loyer de l'argent

dépend de la part qu'exigera l'Etat sur le revenu de ses valeurs mobilières¹. »

On estime que l'exercice 1929 s'est clôturé par un déficit du fonds commun de 140 millions. Ce déficit provient en grande partie de la capitalisation des déficits des années 1921-1925. Comme le disait M. Colson : « La progression rapide des charges d'emprunt (qui atteignent 3 milliards au lieu de 1, avant guerre), ne tient pas seulement au développement des installations des réseaux et de leur outillage nécessité par l'essor du trafic, mais aussi à la capitalisation de déficits qui eussent dû être couverts par des redevances annuelles². » Il critique ensuite très justement la politique de l'Etat qui fait emprunter par les Compagnies des sommes qu'il devrait fournir : « Quand l'Etat, comme il s'en est réservé le droit dans la convention de 1921, demande aux réseaux d'emprunter des sommes destinées à couvrir certaines dépenses dont il est le débiteur principal il ajoute aux charges résultant du taux élevé de l'intérêt celles des impôts qui seront payés, soit par les Réseaux, soit par les porteurs de titres, qui en tiennent naturellement compte dans le taux auquel il faut monter pour trouver des souscripteurs. »

D'ailleurs cette diminution des impôts sur les valeurs mobilières, amenant la baisse du taux de l'intérêt, serait favorable à l'Etat lui-même, qui est garant des réseaux concédés et banquier des réseaux non concédés, au public qui supporte les augmentations de tarif, et enfin à la main-d'œuvre. Cette dernière, par suite de la crise grave qui sévit depuis le début de 1930, est menacée de chômage et a intérêt à ce que les charges des emprunts contractés par les réseaux ne soient pas prohibitives, pour qu'il n'en résulte pas l'arrêt ou le ralen-

1. *Le Capital*, 27 novembre 1929.

2. *Revue Politique et Parlementaire*.

tissement des grands travaux. Les emprunts émis par les Compagnies en 1930 dépassent légèrement 4 milliards comme en 1929, mais, ce qui est grave, c'est qu'un déficit total de 1 milliard 700 millions est enregistré pour 1930. Ce déficit énorme, dû aux charges supplémentaires de capital, à la charge des assurances sociales, aux relèvements des traitements du personnel, impose à bref délai soit une augmentation des tarifs, mesure difficile à l'époque de crise que nous traversons, soit une diminution des impôts sur les transports qui atteignent 33 % pour les voyageurs et 10 et 15 % pour les marchandises.

Mais il faut renoncer absolument à cette pratique déplorable, qui consiste à combler les déficits par des emprunts nouveaux, car la capitalisation de ces déficits finit par absorber tous les bénéfices des bonnes années.

Cependant, comme le remarquait M. de Traversay dans le rapport qu'il présentait le 20 décembre 1930 à l'assemblée générale de l'Association des actionnaires et obligataires des chemins de fer français, l'Etat a adopté, pour le moment, la solution de l'émission par les réseaux d'obligations, l'Etat prenant à sa charge le service de l'emprunt ainsi lancé.

Ce système est à la fois préjudiciable aux contribuables, obligés d'assurer le service de cet emprunt, aux réseaux qui voient le produit de leurs emprunts servir à couvrir des déficits, au lieu de leur permettre des aménagements productifs, enfin aux porteurs d'actions de chemins de fer.

Tout en souhaitant que les capitaux empruntés par les Compagnies aient désormais un emploi uniquement productif, on constate un accroissement régulier des émissions des Compagnies de chemins de fer en France entre 1926 et 1930, cet accroissement coïncidant avec la diminution du taux de l'intérêt.

D'ailleurs pour dégager le chiffre de l'épargne nouvellement

investie dans les bons et obligations des Compagnies de chemins de fer, il faut déduire chaque année des émissions le chiffre représentant les remboursements par amortissement. De 200 millions par an avant la guerre, le montant annuel des amortissements des grands réseaux a atteint 500 millions en 1925, 900 millions en 1926 et 1927, et 1 milliard 700 millions en 1928. Déduction faite de ces amortissements les émissions ne s'élèveraient plus alors qu'à 1 milliard 392 millions en 1926, 2 milliards 947 millions en 1927, et 1 milliard 863 millions en 1928.

Ayant examiné les emprunts des Compagnies de 1926 à 1930, nous sommes amenés à constater, que, sous quelque face qu'on envisage le problème du déficit, on arrive toujours à la corrélation entre ce déficit et la charge imposée pour le service des emprunts, et il est donc nécessaire de comprimer les charges du capital pour arriver à une diminution plus accentuée du loyer de l'argent à long terme.

Les nombreuses conversions qui vont se produire contribueront à cette réduction des charges, mais il ne faut pas oublier qu'une grande partie des emprunts a été contractée à des taux assez bas et à des cours au-dessous du pair. Les Cies ont très peu emprunté à 7 %, et la plupart de leurs emprunts 6 % ne sont pas nets d'impôts.

On a calculé qu'une conversion générale, portant sur les emprunts intérieurs cotés sur le marché, à un taux de 4 % net d'impôts ferait économiser aux Compagnies une somme globale de 164 millions¹. Cela ne suffirait évidemment pas à combler un déficit de près de 2 milliards, d'autant plus qu'un certain nombre d'obligations 3 % venant au remboursement devront être remplacées à un taux plus élevé.

1. S. G. F., janvier-mars 1930.

CHAPITRE III.

EMISSIONS DE SOCIETES PRIVEES.

En étudiant les émissions nouvelles des sociétés privées nous pourrions juger si le public a vraiment le goût de l'épargne qui est la base essentielle du progrès économique. Nous verrons dans la suite que l'état du marché boursier influence favorablement la naissance de nouvelles affaires ou leur développement et toute la question est de savoir si l'épargne minée par l'inflation se reconstitue. L'indice le plus sûr en est les émissions nouvelles.

§ I. — Sociétés exploitant en France.

Avec les émissions des sociétés privées, nous entrons vraiment dans l'étude du financement de la production. De plus, c'est la libre concurrence qui joue ici : Il ne s'agit plus de garantie de l'Etat, de privilèges spéciaux, d'exemptions de l'impôt, etc... L'opération de crédit, que représente l'émission des valeurs mobilières, nous est livrée ici sous son véritable jour.

La plus grande partie de ces émissions ont été faites par des sociétés exploitant en France, mais nous aurons aussi à examiner celles qui se rapportent à des sociétés exploitant aux colonies et à l'étranger.

A) Comparaison entre les volumes d'émissions d'actions et d'obligations de 1926 à 1930.

Avant d'examiner dans le détail les émissions d'actions et d'obligations, il importe de savoir à quels mobiles obéissent

les sociétés, lorsqu'elles préfèrent l'une ou l'autre de ces deux sortes de titres. Recherchons d'abord quels peuvent être ces mobiles au point de vue théorique, et nous verrons quels sont ceux qui ont influé sur les émissions de 1926 à 1930.

1^o *Point de vue théorique.* — Pourquoi les sociétés émettent-elles plutôt des actions ou des obligations ? La question a été souvent discutée et, si l'on s'inspire de considérations visant la société elle-même, on réclame un équilibre entre les actions et les obligations, en déclarant que les sociétés doivent augmenter leur capital si elles veulent développer leurs immobilisations et leurs moyens de production, mais qu'un emprunt obligataire est préférable lorsqu'il s'agit d'augmenter le fonds de roulement, momentanément resserré par une sous-consommation ou par un arrêt de la production.

On a dit aussi que le capital-action étant la garantie des obligataires, il ne fallait pas que la dette obligataire atteigne un chiffre tellement élevé que cette garantie devienne nulle par comparaison.

D'autre part, une entreprise ne doit pas être surcapitalisée, afin de pouvoir distribuer des dividendes réguliers et suffisants.

Cette proportion entre les actions et les obligations peut-être différente pour chaque société. « Certaines exploitations, d'une sécurité absolue, pourraient fonctionner à peu près sans capital-actions, soit qu'elles soient dépourvues de risques, soit qu'elles jouissent de monopoles, garanties, etc¹... »

Enfin, on adopte souvent la proposition la plus avantageuse pour les membres de la Société :

Si la demande de capitaux émane d'une société en pleine prospérité, les actionnaires préféreront émettre des obliga-

1. Quesnot, *Administration financière*, p. 251.

tions pour se réserver toutes les perspectives de bénéfices futurs. Si, au contraire, la société est médiocre, et si son avenir n'apparaît pas sous un jour très favorable, elle fera volontiers appel à de nouveaux actionnaires.

Les considérations intérieures, qui devraient guider véritablement le choix des sociétés entre les deux procédés de financement, interviennent peu en fait; car les groupements, qui ont besoin de capitaux, doivent tenir compte surtout des dispositions des capitalistes prêteurs et de la situation du marché financier.

D'une façon générale, l'émission des obligations prend en France une plus grande place que l'émission des actions, parce que l'action constitue plutôt le placement des gros capitalistes tandis que les « émissions d'emprunts permettent de faire fructifier jusqu'aux moindres parcelles du capital national¹ ». D'autre part, certaines entreprises, d'ailleurs excellentes, mais peu importantes, ne peuvent trouver dans l'émission d'actions tout le capital qui leur est nécessaire, alors qu'elles trouvent des prêteurs qui se croient mieux garantis parce qu'il s'agit de valeurs à revenu fixe. Le capitaliste français accueille particulièrement bien les obligations, parce qu'il a l'esprit peu aventureux et parce que la fortune est très divisée en France où les petites rentiers sont très nombreux.

« C'est bien de toute l'activité économique du pays, de sa situation financière et monétaire que dépendent les mouvements des émissions des sociétés industrielles et commerciales et leur orientation vers tel ou tel procédé. Les mouvements des avances à l'Etat, de la circulation des billets, du change, le taux de l'impôt, la politique financière et budgétaire de l'Etat, par leur action sur la valeur de l'unité monétaire et des prix exercent aussi leurs répercussions sur les émissions des sociétés². »

1. Quesnot, p. 252, *opuscule cité*.

2. Pitois, thèse, *Les Augmentations de Capital*.

En principe, les actions seront bien accueillies dans les périodes de prospérité et les obligations dans les périodes de dépression et les sociétés émettrices suivront les cours de la bourse pour s'assurer des tendances de l'épargne.

Enfin, les émissions de l'Etat, lorsqu'elles seront abondantes, obligeront les sociétés à émettre des actions, le marché des valeurs à revenu fixe étant saturé.

2^o *Point de vue pratique.* — Il est intéressant de rechercher maintenant quelles sont les considérations qui ont eu la plus grande importance pour la détermination du choix des sociétés entre l'emprunt et l'augmentation de capital.

Années	(En millions de francs)				
	1926	1927	1928	1929	1930
Emissions d'actions	2.884	4.056	6.496	8.323	4.068
Emissions d'obligations ...	1.922	2.939	4.017	6.783	15.450
Moyenne mensuelle des émissions d'obligations	160	244	334	565	1.287
Moyenne mensuelle des émissions d'actions	240	338	541	693	339

POURCENTAGE DES EMISSIONS D'OBLIGATIONS PAR RAPPORT AUX EMISSIONS D'ACTIONS.

1919	105 %
1920	93 %
1921	140 %
1922	196 %
1923	134 %
1924	47 %
1925	38 %
1926	66 %
1927	72 %
1928	61 %
1929	81 %
1930	379 %

Nous avons vu, au début de cette étude, que les obligations s'étaient peu à peu discréditées à mesure que le franc se dépré-

ciait, car les obligations participent à la baisse de la monnaie. Ce discrédit avait été accentué par la hausse du taux de l'intérêt, suivant la courbe des changes et provoquant la baisse du cours des obligations émises. On remarquait qu'au 31 mars 1925, les obligations atteignaient seulement 33 milliards à la Bourse, alors qu'elles avaient une valeur nominale de 59 milliards, tandis que les actions, dont la valeur nominale était de 18 milliards, valaient à la Bourse 50 milliards. Enfin, le marché des titres à revenu fixe avait été saturé par des émissions formidables émanant surtout de l'Etat. ce qui avait porté la total des titres à revenu fixe, en 1926, à 500 milliards, alors que la fortune mobilière française valaient 250 milliards en 1914.

De plus, la période 1924-1926 avait été une période de prospérité, la hausse des changes provoquant une hausse des prix et une prime de l'exportation favorables à la production.

Les mêmes symptômes continuent, en s'accroissant, pendant le premier semestre de 1926, mais à partir de juillet 1926, le franc reprend de sa valeur, ce qui provoque le retour de la confiance des capitalistes à l'égard des valeurs à revenu fixe, tandis qu'ils craignent une crise économique qui aura sa répercussion sur les dividendes et sur les cours des actions.

Ce revirement est accusé nettement par l'amélioration de la proportion des obligations par rapport aux actions. Elle était de 38 % en 1925. Elle passe à 66 % en 1926. Les capitalistes souscrivent aux emprunts et le taux de l'intérêt diminue peu à peu, permettant aux sociétés d'emprunter.

La proportion continue à s'améliorer en faveur des obligations en 1927, les obligations représentant 72 % des émissions d'actions.

Les sociétés profitent du goût des capitalistes pour les valeurs à revenu fixe. D'ailleurs les entreprises souffrent de la crise économique déclanchée par la stabilisation et les

emprunts obligataires correspondent mieux à leurs besoins de gêne de trésorerie que les émissions d'actions, qui servent plutôt à développer l'outillage en période de prospérité.

Avec l'année 1928, l'économie du pays a pu s'adapter à la nouvelle parité du franc et les émissions d'actions reprennent alors très largement, augmentant de plus de 2 milliards et demi par rapport à l'année précédente, les émissions d'obligations augmentant seulement de 1 milliard, ce qui fait baisser la proportion des secondes par rapport aux premières de 72 à 62 %.

La différence serait même encore plus sensible, si la comparaison était faite par semestre, car, si les obligations ont augmenté d'une façon égale pendant les deux semestres, l'augmentation des actions s'est faite surtout pendant le deuxième semestre, qui enregistre un total d'émissions d'actions supérieur de plus de 1 milliard au total du premier semestre.

Ceci est dû à l'intervention de la stabilisation légale de 28 juin 1928. L'abandon de tout espoir de revalorisation donne moins d'attrait aux obligations et la diminution du taux de l'intérêt ne permet plus d'espérer des plus-values en capital, tandis que l'adaptation à l'industrie de la nouvelle unité monétaire va rendre possible une reprise normale des affaires. Les sociétés profitent de l'empressement des capitalistes à souscrire à des augmentations de capital pour réajuster leurs ressources, qui ont subi les effets de la dépréciation du franc.

Les années 1928 et 1929 sont caractérisées par une hausse formidable des actions en bourse, hausse aboutissant même à un krack formidable à New-York. La fin de 1929 marque le maximum de la période de prospérité, et on aperçoit même les prémices de la crise.

Les capitalistes prudents préfèrent donc placer leurs capitaux en valeurs à revenu fixe qui, avec la baisse de l'intérêt,

vont bénéficier de plus-values en capital, tandis que les actions arrivées à leur point culminant, vont commencer à baisser.

Ceci explique la faveur que retrouvent les obligations, leurs émissions représentant 82 % des émissions d'actions contre 62 % en 1926.

En 1930, la crise se déclanche véritablement, surtout à partir du mois d'août, où l'on remarque une diminution très sensible des émissions d'actions, qui atteignent la moitié du chiffre de 1929.

Cette diminution est compensée bien au delà par des émissions d'obligations, qui atteignent des proportions inconnues depuis la guerre. Elle représentent 379 % des émissions d'actions. Ce chiffre énorme ne correspond d'ailleurs pas à un apport d'argent frais. Une partie importante des 15 milliards 450 millions d'obligations émises en 1930 représente des conversions qu'a rendues possibles une détente très accentuée du taux d'intérêt.

Deux causes se combinent dont en 1930 pour enfler le chiffre des émissions d'obligations : d'abord la crise économique qui rejette les capitalistes vers les valeurs à revenu fixe; ensuite la baisse du taux de l'intérêt qui atteint des niveaux inconnus depuis longtemps, ce qui incite les sociétés à alléger par des conversions la charge des emprunts contractés dans des périodes difficiles.

Le public s'écarte désormais non seulement des augmentations de capital, mais aussi des émissions de sociétés nouvelles. Les valeurs à revenu variable ont atteint des niveaux exagérés et les pertes subies par l'épargne sont un facteur supplémentaire du succès des obligations.

L'observation de ces mouvements d'émissions nous permet de constater que, d'une façon générale, le goût des capitalistes coïncide avec l'intérêt des sociétés, puisque dans les périodes

de crise les capitalistes préfèrent les valeurs à revenu fixe tandis que les sociétés, ne voulant pas faire des immobilisations nouvelles, sont plutôt portées vers l'emprunt que vers l'augmentation de capital.

Mais il est évident que, dans les cas où ces deux intérêts ne concordent pas, les sociétés tiennent surtout compte des dispositions des épargnants. C'est bien pour satisfaire leurs besoins de capitaux que les entreprises émettent, mais cette cause reste assez éloignée et les sociétés choisissent surtout le moment et le genre de titres pour lesquels la spéculation est favorable.

Quelquefois, l'offre et le besoin de capitaux ne coïncident pas, parce que les dispositions des épargnants ne sont pas dictées par la quantité d'épargne qu'ils ont à placer mais par des causes psychologiques. C'est pour cela que les sociétés ont émis beaucoup d'actions au moment de la hausse de la bourse, bien que leurs besoins du moment ne fussent pas toujours en rapport avec leurs émissions.

Cette émission exagérée d'actions a abouti évidemment à une surcapitalisation d'un certain nombre d'entreprises, qui éprouvent des difficultés à rémunérer un trop gros capital, la crise économique ayant suivi de près les nombreuses augmentations de capital.

Mais il ne faut pas attacher trop d'importance à la proportion qui doit exister, dans une société, entre les actions et les obligations, ni déclarer que les actions sont le gage des obligations, car le gage des obligations repose non sur le capital social de l'emprunteur, mais sur la qualité de l'emploi qu'il fait de ses ressources, sur la surface et la solvabilité de ses propres débiteurs.

Pour terminer cette comparaison entre les émissions d'actions et les émissions d'obligations, on ne peut qu'approuver la loi de dégrèvement du 27 avril 1930 qui a abaissé l'impôt sur

le revenu des valeurs mobilières à 16 %. En effet, cet impôt gêne surtout les emprunteurs, qui sont obligés de payer un intérêt plus fort, tandis que l'émetteur d'actions ne s'engage pas à servir un dividende fixe.

Le fait que les sociétés s'inspirent surtout de l'état du marché montre « l'intérêt qu'ont les hommes d'affaires à être renseignés sur la rapidité avec laquelle se constitue l'épargne, sur la direction que prend cette épargne suivant les époques et les marchés : il est des années et des places, où les augmentations de capital sont accueillies par le public dans de meilleures conditions que les émissions d'obligations. Sans doute, ne sera-t-il jamais possible de suivre la formation des épargnes ? Mais on peut, du moins, mesurer la part de richesse en formation qui est disposée, à chaque moment, à s'orienter vers les valeurs mobilières¹. »

Ceci montre l'utilité très grande de statistiques détaillées des émissions de valeurs mobilières.

B. — Emissions d'actions.

EMISSIONS D' ACTIONS (en millions de francs)

Années	Janvier	Fevrier	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Octob.	Nov.	Décem.	Total
1926 ...	140	190	254	196	289	283	153	254	156	247	485	268	2.884
1927 ...	218	202	452	313	564	379	200	181	161	510	291	598	4.056
1928 ...	274	422	328	351	643	617	835	342	405	964	541	623	6.496
1929 ...	552	610	946	1011	628	565	540	284	504	616	584	393	8.323
1930 ...	286	471	440	258	513	766	355	152	233	508	181	223	4.287

1° *Constitutions de Sociétés.* — Dans les pays à civilisation déjà avancée, comme la France, les créations de sociétés nouvelles occupent nécessairement un rang beaucoup moins important que les augmentations de capital, contrai-

1. Rapport de M. Quesnay à la Chambre de Commerce International 28 juin 1928.

rement à ce qui pourrait se passer dans les pays où de nombreuses entreprises nouvelles se créent. Malgré leur nombre relativement peu important, ces constitutions de société sont indispensables pour le développement économique d'un pays. Les valeurs nouvelles qui sont introduites sont l'élément jeune et d'avenir, qui vivifie constamment un organisme soumis, comme tant d'autres, à la loi de ce qui vit.

« Pour vivre, les marchés financiers doivent sans cesse aller de l'avant et l'on ne saurait trop souligner l'intérêt de la soudaine orientation de toute une partie des marchés de New-York et de Londres vers les industries nées des plus brillantes découvertes de la science et appelées probablement aux plus brillantes applications pratiques¹ ». Ces industries nouvelles représentaient 1 / 7 du total des émissions faites sur le marché britannique. En 1928, elles ont presque atteint 1 / 4. Ces industries nouvelles sont le cinéma, le gramophone, la T. S. F., les brevets nouveaux etc...

Les créations nouvelles sont très utiles, même si elles se rapportent à des industries déjà existantes, car, par l'effet de la concurrence qu'elles apportent, elles sont un stimulant pour le progrès. Les deux seuls dangers à éviter sont, d'abord, la création de sociétés pour une production qui sera plus chère que celle des pays étrangers, ces sociétés ne pouvant vivre qu'à l'abri des droits de douane; ensuite la création, en temps d'inflation, d'entreprises hasardeuses profitant temporairement de la prime à l'exportation, mais obligées de déposer leur bilan, dès que la situation du change s'améliore. Les capitalistes ne doivent prêter leurs capitaux qu'aux entreprises qu'ils savent pouvoir se développer dans des conditions normales.

1. *Le Pour et le Contre*, 19 mai 1929.

CONSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS NOUVELLES.

(En millions de francs)

Années	1925	1926	1927	1928	1929	1930
Total par an	510	572	706	1.002	1.000	622
Moyenne par mois	42	47	58	83	83	50

Nous allons voir que les créations de sociétés nouvelles accusent en France une progression insuffisante. Ces émissions qui atteignaient 510 millions en 1925, arrivent à peine à 572 millions en 1926. On a attribué cette faiblesse des constitutions de sociétés anonymes à la faveur de plus en plus grande de la société à responsabilité limitée, que les entreprises préfèrent à la société anonyme.

Ces 572 millions sont partagés en 238 entreprises, ce qui représente à peine 2 millions 1/2 de capital pour chaque société.

En 1927, on constate un progrès, car 256 sociétés nouvelles émettent pour 706 millions d'actions, ce qui représente une moyenne mensuelle de 58 millions correspondant à 21 sociétés. Cette augmentation est due à l'état général du marché, mais cet accroissement en valeur absolue se change en déficit, si l'on considère que les constitutions de sociétés prenaient en 1926 12 % des capitaux absorbés par le total des émissions des sociétés privées, tandis qu'en 1927, la proportion n'est plus que de 10 %. Cette proportion n'est que de 9,5 % en 1928, bien que les entreprises nouvelles atteignent 1.002. Enfin, elle s'abaisse encore en 1929 à 6,5 %, les constitutions de sociétés se maintenant à 1000; mais en 1929, il faut tenir compte des nombreuses émissions d'obligations qui ne sont que des conversions. Les constitutions de sociétés en 1930 absorbent 622 millions. Il y a dès lors rétrogradation très sensible due à la crise économique. De 1927 à 1929, la progression en valeur absolue des créations

de sociétés a été due aux bons effets de la stabilisation de la monnaie, qui a permis aux entreprises nouvelles de trouver des capitalistes assez hasardeux pour fonder une société et en courir les risques.

Dans l'ensemble, la cadence des créations nouvelles est très insuffisante, car, si l'on se reporte à 1913, on constate qu'il se créait en moyenne, avant la guerre, 70 sociétés par mois, mettant en œuvre 76 millions de frs, c'est-à-dire 380 millions de frs d'aujourd'hui. Or, cette moyenne mensuelle oscille, de 1926 à 1930, entre 19 et 29 : 19 en 1926, 21 en 1927, 27 en 1928, 29 en 1929 et 23 en 1930, le chiffre des capitaux correspondant oscillant entre 42 et 83 millions.

CONSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS NOUVELLES (en millions de francs).

Années	Nombre de Sociétés	Moyenne mensuelle du nombre	Janv.	Fév.	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.
1926 ...	238	19	39	31	46	35	30	49	47	36	13	56	109	83
1927 ...	256	21	31	65	101	31	74	94	37	23	20	163	40	46
1928 ...	330	27	41	65	84	71	54	79	220	36	49	181	73	54
1929 ...	353	29	28	117	110	106	115	100	96	45	48	55	92	113
1930 ...	156 ¹	23	52	88	76	55	25	48	36	17	48	121	43	13

Les constitutions de sociétés nouvelles tendent à se retrouver en 1930 au même chiffre qu'en 1926. Comme 1926, l'année 1930 est une période de crise, mais la cause de la diminution des sociétés nouvelles n'est plus la même. En 1926, la crise était due à la restriction de l'offre des capitaux imputable à l'instabilité de la monnaie. C'est au contraire la demande des capitaux qui diminue en 1930, les difficultés économiques des sociétés existantes n'étant pas un encouragement à la création de groupements nouveaux.

1. Les six premiers mois.

En effet, dans les périodes de crise économique, ce sont surtout les émissions de sociétés nouvelles qui diminuent car les augmentations de capital peuvent avoir pour cause aussi bien la déconfiture que la prospérité d'une affaire.

Enfin, il est très dangereux de constituer une société en période de crise, car on ajoute alors aux difficultés de toutes les sociétés qui débutent et travaillent souvent à perte, le mauvais effet de la crise économique.

On peut rechercher quels sont les mois, où l'on a l'habitude de fonder le plus de sociétés nouvelles, et on constate alors que c'est au mois d'octobre et de novembre que les constitutions de sociétés sont les plus nombreuses, ainsi qu'en juin et juillet, les mois les plus faibles étant janvier, août et septembre.

La rareté des émissions coïncide donc avec les mois d'été, mais il est difficile d'attacher une très grande signification à cette observation, car il s'agit seulement de la date d'insertion au B. A. L. O. et on ne sait pas à quelle date exacte l'émission a été réalisée. Cependant, nous verrons plus loin que la courbe des autres émissions suit sensiblement le même mouvement.

Quand à la question de savoir s'il s'agit plutôt de sociétés importantes ou de petites sociétés, on peut constater qu'en 1927, par exemple, sur 706 millions absorbés par des sociétés nouvelles, 429 millions ont servi à constituer des sociétés au capital de plus de 5 millions, alors que les sociétés à capital moindre n'absorbaient que 277 millions. Mais les petites sociétés l'emportent de beaucoup quant au nombre puisqu'il s'est formé 26 sociétés de plus de 5 millions de capital et 230 sociétés de moins de 5 millions. Pour les premières, cela représente une moyenne de 16 millions par société et pour les autres une moyenne, beaucoup plus faible, de 1 million 2 par société.

Ce sont donc les petites sociétés, qui sont les plus nombreuses, mais ce sont les constitutions de grosses sociétés, qui absorbent le plus de capitaux.

CONSTITUTIONS DE SOCIÉTÉS (en millions de francs).

	1926	1927	1928	1929	Total des 4 années
Pêche, forêts, agriculture ..	54	42	63	41	200
Mines et carrières	42	39	63	78	218
Pétrole	57	12	90	4	163
Alimentation	4	42	37	28	110
Gaz		1			1
Autres industries chimiques	21	42	42	54	160
Caoutchouc	35	6	1	3	44
Papier	18	12	22	47	110
Textiles	14	17	23	49	103
Travail des étoffes	1	1	16	23	40
Cuir et peaux	8	4	10	8	30
Industrie du bois	3	13	27	20	63
Trav. des métaux ordinaires	64	25	68	71	228
Trav. des métaux fins	3		0,4		3,4
Construction de travaux publics		5	12,4	28	47
Energie électrique	37	187	33	12	290
Terres, pierres au feu	45	23	15	5	80
Télégraphie et radiotélégr. .			3		3
Transports par terre ou air	14	25	23	16	80
Transports par eau	3	2	14	5	24
Commerce	39	198	160	156	550
Sociétés immobilières et banques	93	35	252	281	670
Assurances	4	6	12	49	70
Autres	6	2	7	12	27
Total	571	706	1.002	999	3.278

Mais dans quelles branches de la production, les constitutions de sociétés anonymes ont-elles été les plus nombreuses de 1926 à 1930 ?

On constate, d'abord, que, pour la plupart des branches de la production, le maximum des constitutions de sociétés nouvelles a été atteint en 1928. Il n'y a rien d'étonnant à cela, quand on songe que la stabilisation de fait remonte

au début de 1927, et que la crise qu'elle a entraînée avait déjà évolué en 1928.

Si l'on ne tient pas compte des trois compartiments suivants : sociétés immobilières et banques, textiles, mines et carrières, l'année 1928 est même supérieure à l'année 1929 de 73 millions (664 c / 591).

Par contre, les années 1926 et 1927 ont subi fortement le contrecoup de l'instabilité de la monnaie d'abord, de la stabilisation ensuite, et si l'on retranche de l'année 1927 les constitutions de sociétés se rapportant à l'énergie électrique, au commerce et à l'alimentation, on arrive au chiffre infime de 179 millions.

La grosse augmentation relative à l'énergie électrique en 1927, est due à la constitution de la Société d'Energie électrique du Rhin, au capital de 125 millions. L'énergie électrique trouve d'ailleurs des emplois de plus en plus nombreux, et il est normal que de nouvelles sociétés se créent bien que par la suite les constitutions de sociétés diminuent dans cette branche pour laisser la place à de nombreuses augmentations de capital.

Quand au Commerce, il est peu affecté par la crise résultant de la stabilisation, car la richesse circule toujours quand la monnaie est stable et on peut remarquer que, depuis 1927, la grosse quantité des constitutions de sociétés s'est maintenue à peu près au même niveau. On peut faire la même constatation pour les transports par terre ou air et les transports par eau, ce qui montre que les créations de sociétés marquent une plus grande stabilité dans la circulation des richesses que dans la production.

L'alimentation est aussi une des rares branches de la production, qui ait atteint son maximum en 1927.

Enfin, pendant la période 1926-1931, nous trouvons un certain nombre d'industries qui suivent une progression continue

croissante, quant aux créations de sociétés. Il en est ainsi pour les industries chimiques, le papier, les textiles, le travail des étoffes, les constructions et travaux publics, les sociétés immobilières et banques.

Les constitutions de sociétés immobilières et de banques suivent même une progression très accentuée car elles atteignent, en 1929, 281 millions de francs, soit 28 % du total des constitutions de sociétés.

Beaucoup de sociétés immobilières se sont constituées devant la crise du logement et de nombreux établissements de crédit se sont fondés à mesure que les questions financières intéressent de plus en plus toutes les classes de la société.

Dans le gaz, on relève seulement 1 million se rapportant aux créations de sociétés. Le gaz continue bien d'être employé, mais ce sont les anciennes sociétés qui le fournissent, et l'électricité l'a trop concurrencé pour que des capitalistes se hasar dent à créer de nouvelles sociétés de gaz.

La seule industrie qui ait régressé d'une façon très importante, de 1926 à 1930, est le Caoutchouc.

Le caoutchouc est, en effet, affecté par une crise très grave de surproduction, que de nombreuses mesures n'ont pas encore réussi à enrayer et il est normal que les créations de sociétés diminuent dans cette branche de la production, tant que la situation ne change pas.

Remarquons, avant d'en terminer avec la question des constitutions de sociétés, que toutes ces sociétés ne sont pas vraiment nouvelles, car il faut tenir compte d'abord des sociétés dont les actions ne sont introduites en bourse qu'un certain temps après leur création et ensuite des sociétés nouvelles, qui ne sont que le résultat de la fusion de sociétés déjà existantes.

Ces fusions de sociétés devenant de plus en plus nombreuses, à mesure que s'accroît la tendance à la concentra-

tion, la faiblesse des constitutions de sociétés durant ces dernières années par rapport à 1913 en est d'autant plus accentuée. Il est naturel que les créations de sociétés aient diminué durant l'année 1930, qui est une année de crise économique, mais il est regrettable qu'une faiblesse générale soit constatée pendant plusieurs années.

En effet, comme nous l'indiquions plus haut, les sociétés nouvelles sont un stimulant et constater la régression ou la stagnation des constitutions de sociétés, c'est constater la diminution de l'esprit d'entreprise. Les capitalistes ne veulent plus courir les risques que comporte toute société à son début. Nous verrons aussi que les augmentations de capital ont absorbé la plus grande masse des capitaux, rendant ainsi difficile la constitution de nouvelles entreprises.

Nous remarquons que, pendant ce temps, les créations de sociétés étaient assez nombreuses à New-York et à Londres, et ce fait est dû au caractère peu audacieux du Français quand on le compare à l'Américain ou à l'Anglais.

Cette crise de la natalité, qui sévit pour les entreprises comme pour la population, est due à deux causes très différentes.

D'une part, la guerre a accumulé des ruines et empêché le développement de beaucoup de sociétés, de telle sorte que les augmentations de capital ont été beaucoup plus fréquentes et plus importantes que les créations d'entreprises.

D'autre part, le régime fiscal écrasant, qui accable les sociétés, n'est certes pas un encouragement pour la constitution de sociétés nouvelles, car les impôts sont une charge très lourde pour une entreprise qui vient de se fonder et qui ne réalise pas encore de bénéfices.

« L'énorme diminution des créations nouvelles tend à montrer que l'esprit d'initiative dans les affaires ne se manifeste plus aujourd'hui avec autant de vigueur qu'avant la

guerre : ce sont les exagérations fiscales qui entravent et arrêtent le mouvement en avant des producteurs¹. »

Comme on l'a dit très justement, la puissance de civilisation matérielle d'une nation réside à la fois dans son invention technique et dans les possibilités de réalisation pratique de ses découvertes, qui lui sont données par les réserves de richesses, que sa prospérité passée lui permet de continuer à accumuler.

2° *Les augmentations de capital.* — Nous allons nous arrêter plus longuement aux émissions résultant d'augmentations de capital, car elles ont absorbé une plus grande masse de capitaux.

Les augmentations de capital représentent, par exemple en 1929, plus des 7/8 des émissions d'actions.

Avant d'apprécier l'importance numérique des augmentations de capital, de 1926 à 1930, il est bon de savoir à quels mobiles obéissent les sociétés lorsqu'elles augmentent leur capital.

A) **Buts.** — L'augmentation de capital est un procédé qui est employé à la fois par les sociétés prospères et par les sociétés en mauvaise posture. C'est pourquoi, il importe au plus haut point pour les souscripteurs de connaître la situation financière de la société qui veut se procurer de nouveaux fonds. Ou bien l'affaire prend de l'extension et nécessite de nouveaux moyens d'action ou bien des pertes ont diminué fortement l'actif et il « s'agit de rendre par des combinaisons financières et moyennant sacrifices, tout ou partie de la substance disparue² ». Ou bien encore la dépréciation

1. François-Marsal.

2. Quesnot, p. 207, *opuscule précité*.

de la monnaie oblige les entreprises à augmenter leur capital, pour le réajuster à la valeur réelle de la monnaie. Nous verrons que ces trois mobiles ont influé, chacun à leur tour, de 1926 à 1930. D'ailleurs, en dehors des emprunts, les entreprises ne se procurent pas toujours les capitaux dont elles ont besoin par des augmentations de capital. Les crédits de banque à long terme peuvent y suppléer avantageusement, lorsqu'il s'agit d'un manque momentané de capitaux pour financer une opération déterminée, ou lorsque la faible importance des affaires empêche une émission publique d'actions ou d'obligations, bien qu'il s'agisse de subvenir à des besoins généraux de l'entreprise.

B) **Autofinancement.** — L'augmentation de capital peut aussi se faire sans appel à de nouveaux capitaux par l'incorporation des réserves ou des bénéfices au capital. C'est le procédé de l'autofinancement. La grande diffusion de ce procédé durant ces dernières années est due en premier lieu à la politique très prudente des sociétés françaises qui se constituent toujours des réserves très importantes, et ensuite au régime fiscal très lourd qui pèse sur les sociétés en France. En effet, si la société distribue ses bénéfices, elle paiera d'abord l'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, et elle acquittera ensuite le droit de timbre sur les émissions de ses nouvelles actions. Ces deux impositions seront, au contraire, évitées, si la société se finance à l'aide de ses bénéfices. L'inconvénient de l'autofinancement est qu'il aboutit à une diminution des dividendes et qu'il rend les actions moins intéressantes.

C'est cependant ce qui fait la force des sociétés françaises et ce qui leur permet de résister mieux que les sociétés étrangères aux difficultés d'une crise de capitaux. Le procédé de l'autofinancement a joué beaucoup en 1926, lorsque le

taux de l'argent était tellement élevé qu'il était trop onéreux d'emprunter.

AUGMENTATIONS DE CAPITAL.

<i>Années</i>	1926	1927	1928	1929	1930
Chiffres en millions	2.312	3.350	5.494	7.323	3.665
Capital antérieur en millions ...	8.412	11.014	15.087	19.059	
Proportion des augmentations de capital par rapport au capital antérieur	1/4	1/3	1/3	1/3	
Nombre d'augmentations	752	958	1.168	1.410	
Moyenne mensuelle des augmentations de capital	62	79	97	117	

Les augmentations de capital par émission publique s'élèvent en effet, en 1926, à 2.312 millions de francs, chiffre peu élevé en comparaison de celui de 1929, qui est de 7.323 millions.

Cependant, en 1926, les mêmes besoins existent pour les sociétés qu'en 1929. Les ruines accumulées par la guerre ne sont pas encore relevées, l'inflation a déjà produit la déminéralisation du capital français et, malgré cette situation les sociétés font peu appel au public pour reconstituer les capitaux évaporés.

Comme nous l'avons vu plus haut, 1926 est l'année de la plus forte dépréciation et de la plus grande instabilité du franc. Les capitaux refusent donc absolument de se placer à long terme et bien que les sociétés aient besoin de se développer, elles sont obligées de subir les conséquences de cette situation. En 1927, elle s'améliore, puisque les augmentations de capital atteignent 1 milliard de plus qu'en 1926. La stabilisation de fait a permis aux sociétés de s'adapter à la nouvelle valeur du franc et elles sont mieux en mesure d'apprécier leurs besoins, la situation étant redevenue normale.

Bien que l'offre de capitaux soit devenue plus abondante, l'industrie ne peut pas en profiter complètement, parce que la stabilisation du franc a fait disparaître la prime à l'exportation créée par l'inflation, et amené une crise qui a nuí momentanément à l'expansion des entreprises.

Les augmentations de capital ont plus souvent pour cause l'extension d'une entreprise prospère que le renflouage d'une société en déconfiture. La preuve de ce fait peut être trouvée dans les périodes de crise, où l'on voit toujours diminuer le rythme des augmentations de capital.

Mais la crise de 1926-1927 n'était pas très grave, car elle n'avait pas sa cause profonde dans un déséquilibre de la production et les augmentations de capital continuent à progresser pour atteindre 5.494 millions en 1928 et 7.223 millions en 1929. Ce chiffre énorme dépasse de beaucoup celui de 1913, qui était de 565 millions 2. Même en exprimant ce chiffre en francs actuels, il n'est que de 2.826 millions, soit à peine un peu plus du 1/3 des augmentations de capital de 1929. Nous pouvons dire qu'à partir de 1927, les augmentations de capital sont plus élevées qu'en 1913, et cela est normal pour toutes les causes que nous avons exprimées plus haut. Même en 1930 où la diminution est brutale, puisque les augmentations de capital sont en baisse de 50 % par rapport à 1929, le chiffre reste cependant plus élevé qu'en 1913. Mais il faut prévoir une diminution encore plus forte des augmentations de capital pendant l'année 1931, car la crise n'a fait que commencer en 1930 et elle va s'accroître par la suite. Si la crise éclate brusquement en bourse, ses incidences économiques sur les entreprises s'échelonnent sur un temps assez long, et comme un certain intervalle s'écoule entre la délibération d'une assemblée décidant une émission et son insertion au B. A. L. O., les effets de la crise ne se manifestent pas immédiatement.

Mais inversement, la crise atteint plus longuement les augmentations de capital et il est probable que la bourse reprendra bien avant les augmentations de capital.

Comme le dit M. Aftalion « l'excès de l'outillage fini et encore grossi par d'incessantes livraisons, la surabondance de biens de consommation due à un outillage coûteux qu'on ne veut pas arrêter, prolongent l'avilissement des prix. Tant que subsiste cet avilissement, tout courage manque pour entreprendre l'extension de l'outillage existant. Une sous-capitalisation a lieu qui prépare le retour de la surproduction et de la prospérité. Donc les émissions diminuent longtemps après le début de la crise¹ ».

Pendant la période d'activité boursière de 1928-29, les augmentations de capital étaient accueillies très favorablement et les anciens actionnaires espéraient en tirer bénéfice. Mais, depuis que la prospérité s'est ralentie, les augmentations de capital trouvent difficilement des souscripteurs et la seule annonce d'une augmentation de capital dans une société fait baisser les cours, le public craignant que l'augmentation du capital à rémunérer ne fasse baisser les dividendes.

C) Volumes, espèces, comparaison avec le capital ancien de la société. — Il est intéressant de rechercher le nombre des sociétés qui ont augmenté leur capital de façon à déterminer, chaque année, une moyenne par société et un pourcentage des augmentations de capital par rapport au capital antérieur des sociétés en question.

403 sociétés ont augmenté leur capital en 1926, ce qui représente une moyenne de 5 millions, 73 par société, la moyenne du capital antérieur de ces sociétés étant de 20 millions 8. Les sociétés augmentaient donc leur capital en 1926 de $1/4$.

En 1927, les augmentations de capital ne représentent plus

1. Les crises de surproduction.

que 3 millions 36 par société, chaque société possédant auparavant un capital de 11 millions (997 sociétés).

Il s'agit donc de sociétés moins importantes, mais elles augmentent leur capital dans des proportions plus fortes, presque $1/3$.

La moyenne d'augmentation de capital par société revient à 4 millions 42, en 1928, où 1.242 sociétés possédant chacune en moyenne un capital de 12 millions, augmentent ce capital d'un peu moins du $1/3$.

En 1929, les proportions restent sensiblement les mêmes : 1.490 sociétés augmentent leur capital d'environ 4 millions 9 chacune, et possédaient auparavant un capital presque trois fois plus élevé.

Les augmentations de capital de 1930 concernent en moyenne des sociétés plutôt moins importantes, car la moyenne de leur capital est de 2 millions 3, le chiffre des augmentations de capital ayant beaucoup baissé, sans qu'on constate une diminution du nombre des sociétés augmentant leur capital.

Pour avoir une idée de l'importance de chacune des augmentations de capital, on peut dire que le plus grand nombre sont des augmentations de moins de 5 millions, car sur 997 sociétés ayant augmenté leur capital en 1927, 155 seulement l'ont augmenté de plus de 5 millions. Ces 155 sociétés représentent $15\frac{1}{2}\%$ de l'ensemble et, parmi elles, nous notons seulement 9 sociétés ayant augmenté leur capital de plus de 50 millions. La plus forte augmentation de capital que l'on puisse constater en 1927 est celle des forces motrices de la Truyère, qui s'élève à 150 millions.

Dans l'examen des augmentations de capital se rapportant à chaque branche de la production, nous serons amenés à trouver presque les mêmes mouvements, dus aux mêmes causes, que pour les constitutions de sociétés, mais nous

insisterons surtout sur les différences qui existent dans certains cas.

AUGMENTATIONS DE CAPITAL.

Années	1926		1927		1928		1929		Total des 4 années
	Nombre	Somme en millions	Nombre	Somme en millions	Nombre	Somme en millions	Nombre	Somme en millions	
Pêche, forêts, agriculture	31	175,3	28	202,2	33	140,2	30	147,7	665,4
Min. et carrières	51	131,3	77	376	95	666,9	89	732,7	1.908
Pétrole	37	266,8	12	213,2	10	442,9	9	158,8	1.080
Alimentation	4	88,9	65	1509	61	137,7	88	163,5	540
Gaz	7	47,5	11	60	15	73,9	13	166,6	350
Autres ind. chimiques ..	42	154,3	45	180,8	52	355,3	62	314,6	1.000
Caoutchouc	10	57,4	9	37,4	6	48,2	9	107,4	250
Papier	18	29	26	21,9	38	94,1	51	119,2	275
Textiles	29	126,3	44	116,3	73	563,2	74	99,3	905
Travail des étoffes	4	3,9	13	27,4	10	12,5	14	34,9	77
Cuir et peaux	9	16,7	16	26,8	23	132,8	24	91,2	265
Industrie du bois	25	35,9	16	25	16	24,5	28	40,3	125
Trav. des métaux ord. ..	81	183	132	393,4	152	862,4	218	893,6	2.330
Trav. des métaux fins ..	2	0,2			1	7,5	6	76,5	84
Construction, trav. publ.	26	92,3	16	34,4	27	57,3	42	69,6	250
Energie électrique	79	265,3	93	826,9	91	684,8	86	837,9	2.700
Terres, pierres au feu ..	26	64,7	35	72	37	92,5	51	139,8	370
Télégraphie, radiotélég. .			1	3	1	1,6	1	31,2	35
Transports par terre ou air	16	15,7	25	24,5	27	56,3	28	137	235
Transports par eau	5	14,5	9	13,4	17	155,9		51	230
Commerce	130	438,4	158	369,6	166	447,9	205	643,6	1.880
Sociétés immobilières et banques	96	310,4	102	568,1	170	788,2	237	2.287,1	3.930
Assurances	5	7,16	9	31,6	16	49,7	20	236,2	330
Autres	17	15,2	15	15,9	32	24,2	23	46,2	100
Total	752	2.640,6	958	3.790,7	1.168	5.920,5	1.410	7.621,6	18.479

Les forces motrices prennent une importance croissante et l'énergie électrique arrive au deuxième rang parmi les branches de l'industrie qui ont augmenté leur capital de 1926 à 1930. Elle arrivait d'ailleurs au troisième rang dans les constitutions de sociétés, après le commerce. Il n'y a rien d'étonnant à cela, puisque notre équipement électrique est très peu avancé. De grands travaux de captation d'eau commencés

pendant la guerre n'ont pu être terminés et il était naturel que beaucoup de sociétés augmentent leur capital pour se développer dans ce domaine. L'équipement des forces hydrauliques nécessite des mises de fonds considérables. Mais on achète l'économie future de main-d'œuvre et de matériel par des investissements plus importants de capitaux. C'est ainsi que, pour produire 3 milliards de kw-heure, il faut mettre en œuvre une masse de charbon dont l'extraction a demandé 6 millions de journées de travail, alors que 100.000 suffiraient par l'électricité.

Les augmentations de capital des sociétés immobilières et banques sont de beaucoup les plus importantes, car elles ont atteint durant les années 1926, 1927, 1928, 1929 le chiffre de 3.930 alors que l'énergie électrique n'atteint que 2.700 millions et le commerce 1.880 millions.

La plupart des grandes banques ont augmenté leur capital en 1929, ce qui a porté le chiffre des augmentations de capital pour cette branche de notre activité à 2.287 millions pour 1929. Ce chiffre est impressionnant, si l'on considère que les banques n'avaient augmenté leur capital que de 310 millions en 1926, 568 en 1927, 788 en 1928. Le chiffre de leurs augmentations de capital a donc triplé de 1928 à 1929.

Il est curieux de remarquer que les sociétés immobilières et les banques sont les seules qui aient augmenté leur capital dans de si fortes proportions en 1929. Dans toutes les autres branches de la production, la progression est aussi ascendante entre 1926 et 1929, mais elle est régulière.

Ceci est dû probablement au fait que les banques qui occupent une place si importante dans la vie actuelle, avaient jusqu'ici augmenté insuffisamment leur capital.

Cependant, cette augmentation était particulièrement nécessaire à cause de la dépréciation monétaire et aussi des charges

fiscales qui pesaient lourdement sur elles. Les frais généraux eux-mêmes s'étaient accrus dans de fortes proportions.

Le troisième rang est occupé par le Travail des Métaux ordinaires, qui tient aussi une grande place dans les constitutions de sociétés.

Les sociétés de Mines et Carrières arrivent en 4^e lieu ayant augmenté leur capital de 1.908 millions en 1926, 1927, 1928, 1929. Elles occupaient le 5^e rang dans les constitutions de sociétés. Bien que la France ne soit pas un des principaux producteurs de charbons, elle a en plus les mines de fer de la Lorraine. Ses mines de charbon avaient été, pour la plupart, dévastées pendant la guerre et l'on comprend que beaucoup d'augmentations de capital se rencontrent dans cette branche.

Enfin, le Commerce occupe la 5^e place dans les augmentations de capital, alors qu'il occupait la deuxième dans les constitutions de sociétés. Ceci nous montre que, jusqu'à un certain point, la concentration a moins joué dans la circulation des richesses que dans leur production, mais ceci prouve surtout que les entreprises commerciales n'ayant que très peu d'immobilisations, ont été moins atteintes par la guerre, et ont eu moins de raisons d'augmenter leur capital. Mais la production se développant, l'échange des richesses devait s'accroître et cet accroissement s'est effectué surtout par l'augmentation du nombre des sociétés nouvelles.

Ce qu'il faut retenir, c'est qu'à l'image des constitutions de sociétés, les augmentations de capital ont été effectuées pour la plus grande part, dans les Sociétés Immobilières et Banques, dans l'Energie Electrique, dans le Travail des Métaux Ordinaires, dans les Mines et Carrières et dans le Commerce. Ces cinq branches de notre économie ont absorbé à elles seules 69 % des capitaux consacrés aux augmentations de capital pendant ces quatre années.

Les constitutions de sociétés, dans ces branches de notre

activité, ont été aussi les plus fortes, mais n'ont absorbé que 60 % des capitaux, soit 20 % de moins que les augmentations de capital.

Il est normal que les constitutions de sociétés se répartissent dans des domaines plus variés que les augmentations de capital puisqu'il se crée un plus grand nombre de sociétés dans les domaines nouveaux, qui ne sont pas encore encombrés par la concurrence.

Dans le commerce, il s'agit surtout de petites augmentations de capital, très nombreuses. Prenons, en effet, le chiffre des augmentations dans le Commerce en 1926, 1927, 1928, 1929 et celui des augmentations de capital par les Banques. Pour le Commerce, la moyenne des augmentations de capital est de 2 millions, 8 par société, alors qu'il est, pour les Banques, de 6 millions, 4 par société.

AUGMENTATIONS DE CAPITAL (en millions de francs).

Années	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Sept.	Oct.	Nov.	Déc.	Total
1926 .	101	159	208	161	259	234	106	218	143	191	376	185	2.312
1927 .	193	169	351	286	496	287	180	158	155	348	251	552	3.350
1928 .	273	357	244	283	593	545	618	310	356	870	468	569	5.494
1929 .	552	610	246	1.011	628	665	540	284	504	616	584	323	7.323
1930 .	234	383	264	203	488	718	319	136	185	387	138	210	3.665

Au point de vue des époques de l'année, où les augmentations de capital sont les plus abondantes, nous faisons la même constatation que pour les constitutions de sociétés. C'est en avril et mai, juin et octobre, novembre et décembre, qu'on rencontre le plus d'augmentations de capital, les mois les plus faibles étant août et janvier. Les mois d'été correspondent toujours à une période de moindre activité dans la production et le mois de janvier suit la liquidation de fin d'année qui a amené de nombreuses échéances et n'est pas une période favorable pour faire appel aux capitalistes,

De 1926 à 1930, la période maxima pour les augmentations de capital a été le deuxième semestre de 1928 et le premier semestre de 1929, et la baisse constatée en 1930 n'affecte pas le premier semestre de l'année. C'est pendant le deuxième semestre de 1930 que l'on ressent vraiment les effets de la crise économique.

Comme l'a fait remarquer M. Aftalion, le crédit ne fait qu'amplifier les mouvements naturels et suivant que les appels au crédit ont été plus ou moins considérables, la capitalisation est plus forte et la crise plus grave dans tel cycle que dans tel autre.

« L'originalité profonde du capitalisme, c'est l'aptitude particulière et probablement exclusive à créer des capitaux nouveaux, aptitude quasi-illimitée car elle ne se heurte à aucune des barrières matérielles qui contingentent le plus souvent l'exploitation des richesses naturelles¹. »

Ce qui constitue précisément la gravité de la crise actuelle, c'est que les sociétés ont profité de l'abondance des capitaux pour faire des appels au crédit de plus en plus considérables et elles ont abouti à une surcapitalisation.

C'est le danger des augmentations de capital : elles aboutissent à un suréquipement des entreprises en période de prospérité, qui pèse lourdement dans les périodes de crise. Les sociétés qui souffrent le plus de la crise sont évidemment celles qui font le plus appel aux capitaux fixes, car il est impossible de changer leur affectation dans les périodes difficiles.

D) Surcapitalisation et crise économique. — La légitimité des augmentations de capital indéfinies est assez discutable et M. Truchy dit très justement : « Des auteurs ont fait remarquer que l'épargne portait en soi les causes de sa propre

1. *Le Pour et le Contre*, 13 janvier 1929.

limitation. L'épargnant restreint sa consommation afin de transformer une partie de son revenu en capital. Or il ne peut trouver de placement pour ses capitaux neufs en tant qu'ils servent à former des biens de production, que dans la mesure où trouvent preneurs les biens de consommation. La raison d'être des biens de production, c'est la production des biens de consommation, et si le débouché de ceux-ci se restreint par suite de l'excessive parcimonie du consommateur, l'épargne, à son tour, perd ses débouchés. Il y a donc dans ce fait de l'épargne le germe d'une sorte de contradiction économique¹. »

Il semble nécessairement que la valeur d'une affaire dépende du rapport de sa puissance de production avec la puissance de consommation des marchés, où elle peut accéder. Cependant, M. Divisia est du même avis que List, qui trouvait le progrès économique d'une nation dans le développement de son industrie, dans la capitalisation. M. Divisia déclare : « La capitalisation constamment poursuivie n'est pas incompatible avec un accroissement de la consommation, bien au contraire, la plupart du temps, parce que si même une certaine parcimonie du consommateur entravait le développement de la production, la capitalisation conserverait néanmoins quelque raison d'être dans la réduction du travail de production et l'augmentation des loisirs² ».

Il semble cependant difficile de penser que la société qui augmente son capital utilisera ces nouveaux capitaux à perfectionner sa production plutôt qu'à l'augmenter et la crise actuelle semble illustrer singulièrement la politique de surcapitalisation des sociétés, dont elle est la conséquence.

Cependant, l'augmentation de capital est souvent très utile, car elle aboutit à une productivité plus que proportionnelle

1. *Cours*, t. II, p. 188.

2. L'épargne et la richesse collective.

à l'augmentation des facteurs de la production. L'augmentation de capital s'accompagne alors souvent d'une deuxième augmentation de capital représentant l'extension des moyens de production. Il en est ainsi dans le cas de concentration aboutissant à la fusion de sociétés entre elles. La fusion aboutissant à un nouveau développement de l'affaire, on augmente le capital. C'est ainsi qu'un certain nombre d'augmentations de capital émanent de holdings. Malheureusement, la statistique ne nous permet pas de les distinguer.

Si les augmentations de capital sont souvent très utiles, elles posent cependant le problème de l'égalité des actionnaires. Les anciens actionnaires, qui ont supporté les risques de l'affaire à ses débuts, ne veulent pas que de nouveaux actionnaires viennent partager les bénéfices sans autre formalité. C'est pourquoi, les nouvelles actions sont souvent émises au-dessus du pair des anciennes, quand la prospérité de la société le permet. Il en a été ainsi particulièrement en 1928 et 1929, années pendant lesquelles les souscripteurs des augmentations de capital ont dû payer de fortes primes d'émission.

E) Actions à vote plural. — Mais lorsque la société est en mauvaise posture, ou que le marché des capitaux n'est pas bien fourni, il faut alors attirer les souscripteurs par des avantages particuliers, au lieu de les réserver aux anciens actionnaires. On crée des actions de priorité dont les dividendes sont servis avant ceux des actions ordinaires. Ici encore, la statistique ne nous donne pas de précisions. C'est seulement pour les actions à vote plural que nous possédons quelques chiffres.

La question des actions à vote plural a donné lieu à de très nombreuses controverses qui ont abouti à la loi du 27 avril 1930, qui interdit « toute émission d'actions ayant dans les assemblées des actionnaires, un droit de vote supé-

rieur à celui des autres actions, eu égard à la quotité du capital qu'elles représentent respectivement ».

Une société peut émettre des actions de ce genre pour attirer vers une entreprise naissante des capitaux peu confiants. Mais les actions à vote plural très nombreuses, qui ont été émises durant ces dernières années, devaient leur naissance à une autre raison. Il s'agissait d'empêcher que les étrangers ne prissent une place prépondérante dans l'administration des grandes affaires françaises en achetant nos actions dépréciées par la chute de la monnaie. Dès lors, on donna à un certain nombre d'actions plusieurs voix : ces actions étaient nécessairement nominatives et on empêchait leur transmission à des étrangers. Un grand nombre d'augmentations de capital comprirent des actions à vote plural à partir de 1926.

Les actions à vote privilégié n'ont fait leur apparition en France que depuis une vingtaine d'années et la Société centrale des Banques de Province fut une des premières à les adopter.

ACTIONS A VOTE PLURAL				
Années	1926	1927	1928	1929
Nombre de sociétés ayant des actions à vote plural	970	1.150	1.450	1.720
Nombre de sociétés créant des actions à vote plural.....	52	71	155	556

M. Mazeaud¹ constatait qu'un quart des sociétés inscrites à la cote officielle à la fin de 1928 avait émis des actions à vote privilégié. Avant 1928, il n'existait guère que 110 sociétés avec des actions à vote plural. Pendant l'année 1926, sur

1. Thèse, *Les Actions à vote plural*

970 sociétés s'étant créées ou ayant augmenté leur capital, 32 ont fait appel aux actions à vote plural. Ce chiffre passe à 71 sur 1.150 en 1927. Il est de 155 sur 1.450 en 1928 et de 556 sur 1.720 en 1929. En 1929, c'est presque un tiers des sociétés qui se créent ou augmentent leur capital, qui font appel aux actions à vote plural. De même que l'année 1929 est l'année des très fortes augmentations de capital, elle est aussi l'année où le plus grand nombre de sociétés ont émis des actions à vote plural. On remarque que ces actions à vote plural sont adoptées beaucoup plus souvent par les sociétés qui augmentent leur capital que par celles qui se créent, et on a constaté que généralement, dans les sociétés, le capital nominal des actions à vote plural n'atteint pas le 1/10 du capital nominal total. Mais la proportion des voix attribuées dans les assemblées aux actions à vote plural est souvent voisine de la 1/2 de l'ensemble. Ces actions sont émises le plus souvent avec une prime d'émission peu importante et ne sont pas libérées entièrement.

PROPORTION DU CAPITAL A VOTE PRIVILEGIE EN 1929.

Métallurgie	17,53 %
Alimentation et hôtels.....	16,76 %
Sociétés coloniales.....	16,60
Sociétés foncières et immobilières	12,69
Filatures et textiles	12
Transports docks et ports	11,43
Banques	11,05
Phosphates, engrais, ciments	10,23
Mines et charbon	9,12
Produits chimiques	8,24
Pétroles	6,20

Par rapport au capital total des sociétés, le capital privilégié représente en moyenne 17% pour la métallurgie et l'alimentation, 11% pour les Banques, 6 % pour les Pétroles

Les actions à vote privilégié permettent de déjouer l'accaparement d'une société par un groupe et, dans un article

remarquable¹. M. Roger Picard cite de nombreux exemples : C'est en créant des actions de ce genre que la Société Générale, par exemple, put éviter l'accaparement de ses actions.

M. Roger Picard a très bien montré que, malgré leurs inconvénients, les actions à vote plural ont une utilité incontestable et que si l'on maintient leur suppression au lieu d'en revenir simplement à leur réglementation, les actionnaires d'origine se verront conduits à la surcapitalisation pour garder l'influence que ne pourront plus leur assurer les actions à vote privilégié.

Ces actions existent d'ailleurs légalement dans beaucoup de pays tels que la Belgique, l'Italie, l'Angleterre et plus de la 1/2 du capital des valeurs cotées à la bourse de Berlin appartient à des sociétés qui possèdent des actions privilégiées.

Le but des actions à vote plural était très louable, mais on aurait dû les supprimer, ou du moins les réglementer, quand le danger qui les avait fait naître a disparu. En effet, la limitation de la transmission qui s'attache aux actions de ce genre est une entrave aux émissions en général, et on peut juger que l'excès d'actions difficilement transmissibles nuit au marché des valeurs, donc aux émissions.

Au lieu de les supprimer, on les a développées encore et elles se sont prêtées dès lors à de nombreux abus. Elles ont favorisé les conseils d'administration aux dépens des actionnaires et permis la création d'une puissante oligarchie financière. Nous voyons actuellement un petit nombre d'hommes présider à la gestion des sociétés les plus diverses. Cela est dû en partie à la création des actions à vote plural, qui leur permet de diriger une société tout en possédant un très petit nombre d'actions.

1. *Revue d'Economie Politique*, septembre-octobre 1930.

Cependant, ces actions permettent de conserver une certaine continuité dans l'administration d'une affaire et empêchent les à-coups qui peuvent résulter de changements dans les conseils d'administration.

Il est à souhaiter qu'on limite le nombre de voix supplémentaires et qu'on vote des mesures aboutissant au développement des actions nominatives.

Pour que ces actions se développent et pour que l'actionnaire ne craigne pas, en allant voter aux assemblées, de déclarer publiquement le nombre d'actions dont il est porteur, il faut que le fisc diminue ses exigences.

Il importe, au plus haut point, que les actionnaires s'intéressent aux affaires dont ils font partie, mais cela est souvent très difficile pour un petit actionnaire. D'ailleurs, la plupart du temps, il s'occupe peu de son droit de vote, et ce qui lui importe c'est son dividende et la plus-value de son capital. Souvent même, aux Etats-Unis, les actionnaires cèdent leurs titres à des « voting trusts » contre des certificats.

D'une façon générale, il est très difficile, pour un petit capitaliste, d'être renseigné sur la marche de toutes les affaires dont il devient l'actionnaire. De là est née « la société de placement », très développée en Amérique et en Angleterre, sous le nom « d'investment trust ».

« Une action d'un trust représente une parcelle d'un très grand nombre de bonnes valeurs réparties dans tous les compartiments de la cote des principaux pays du monde. Donc, division des risques ». « De plus, le choix des placements est fait par des hommes de métier mieux renseignés que la moyenne des capitalistes, généralement absorbés par les soucis de leur profession ». « Il décharge le capitaliste de toutes les formalités ennuyeuses qu'exige la gestion d'un portefeuille¹ ».

1. Christian Lazard, *Revue des Deux-Mondes*.

« Quand le trust a pris une certaine extension, les établissements spécialisés dans les émissions prennent l'habitude de proposer aux gérants des titres avant la souscription publique, titres que le trust peut acquérir ainsi dans de meilleures conditions que les particuliers »

Les trusts de placement ont donc l'avantage d'assurer l'utilisation la meilleure des capitaux, car ils ne souscrivent aux émissions que lorsqu'il s'agit d'une affaire sérieuse.

Les sociétés de placement ne se sont pas développées en France, à cause de notre législation fiscale actuelle, qui prélève d'impôt sur le revenu des valeurs mobilières, une première fois sur les coupons des titres du portefeuille constituant l'unique actif de la société, puis une seconde fois sur les coupons des titres de la société elle-même.

Toutes les mesures prises pour protéger l'épargne et éviter que le public ne souscrive aux émissions de sociétés peu recommandables ne peuvent avoir un effet utile que si l'épargnant accepte vraiment d'être protégé.

Malheureusement, comme le disait avec beaucoup de finesse, M. Alex. Celier, « l'épargne ressemble un peu à la femme de Sganarelle et il lui plaît souvent d'être battue¹ ».

La « Société holding », au lieu d'être une société de placement, peut avoir un but de concentration industrielle, mais alors elle ne se conçoit que pour des entreprises prédominantes dans leur branche et susceptibles de grande expansion. Ceci explique la rareté en France des émissions émanant de sociétés de ce genre, d'autant plus que depuis un an 1/2, les capitalistes recherchent plutôt les obligations.

Avant d'aborder les émissions d'obligations, remarquons que, de 1926 à 1930, le marché a été, plus qu'en 1913, dirigé vers des augmentations de capital et il n'y a pas là de quoi

1. Conférence à l'Ecole des Sciences Politiques, le 13 décembre 1930.

surprendre après la déminéralisation du capital français par suite de l'inflation, et les crises de trésorerie qu'ont connues maintes entreprises. Les capitaux sont, en somme, employés à combler les vides et à reconstituer partiellement ceux qui ont été détruits, beaucoup plus qu'à créer de nouvelles richesses. Cela ne fait qu'illustrer le besoin de capitaux, plus puissant que jamais, manifesté par notre organisme économique.

C. — Emission d'obligations.

Il semble opportun de résumer le mouvement des émissions d'obligations de 1926 à 1930, puisque, dans cette courte période, nous trouvons les deux niveaux maximum des émissions de valeurs à revenu fixe depuis la guerre.

Tandis qu'en 1926, ces émissions d'obligations par les sociétés privées n'avaient représenté que 66 % des émissions d'actions, leur proportion a passé à 379 % en 1930, soit 5,74 fois plus. Il est vrai qu'en 1930, la baisse très forte du loyer de l'argent, que nous allons envisager, a permis de nombreuses conversions, dont nous dégagerons approximativement le chiffre.

Nous constaterons, d'ailleurs, à peu près les mêmes mouvements que pour les émissions de valeurs d'Etat quant au taux de l'intérêt, mais avec une différence au sujet du volume des émissions, car le crédit de l'Etat a été plus atteint en 1926 que celui des sociétés et, d'autre part, les émissions d'obligations, de la part des sociétés ont augmenté régulièrement jusqu'en 1931, tandis que les émissions d'Etat ont diminué considérablement dès 1929. Nous avons montré, en effet, que les émissions d'entreprises privées ont un tout autre but que les émissions d'Etat.

EMISSIONS D'OBLIGATIONS (en millions de francs).

Années	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	Juillet	Août	Septembre	Octobre	Novembre	Décembre
1926	123	142	94	38	902	211	113	8	15	94	131	423
1927	201	18	181	120	774	207	296	142	226	478	325	392
1928	347	359	540	346	39	300	313	94	173	480	213	807
1929	188	334	358	357	368	367	795	293	369	1.293	761	983
1930	1.027	2.790	1.914	614	697	1.835	625	735	1.118	3.142	953	2.088

1. Volume des émissions d'obligations. — On a coutume de dire qu'en période de crise, le cours des obligations tend à s'élever, favorisant ainsi les émissions d'obligations. Mais cette explication ne vaut que lorsqu'il s'agit d'une crise économique, telle que la crise de 1921 ou la crise de 1930. La crise de 1926 était d'un autre ordre : c'était une crise de confiance, due à des facteurs monétaires et qui frappait surtout les valeurs à revenu fixe. C'est pourquoi il n'est pas étonnant que les émissions d'obligations n'aient atteint durant cette année que le chiffre assez faible de 1.922 millions de francs.

La moyenne mensuelle est ainsi de 160 millions et les mois qui s'en écartent le plus sont ceux d'août et septembre. Cette période de l'année correspond évidemment à un ralentissement saisonnier des émissions que nous avons déjà remarqué à plusieurs reprises; mais en août 1926, on a émis seulement 8 millions d'obligations et 15 millions en septembre. Il suffit de se rappeler que la livre a atteint en juillet le cours de 240 fr., pour avoir l'explication de la faiblesse excessive des émissions d'obligations pendant ces deux mois.

Le franc regagnant ensuite rapidement de sa valeur, les émissions d'obligations augmentent régulièrement pour atteindre en décembre le chiffre de 423 millions, chiffre le plus élevé de l'année, si l'on excepte celui du mois de mai, qui est enflé exceptionnellement par une émission de 500 millions du Crédit Foncier.

Les émissions d'obligations s'élèvent ensuite progressive-
ment en 1927 puisqu'elles dépassent de 1 milliard le chiffre de
1926, avec une moyenne mensuelle de 245 millions contre
160 millions précédemment.

Cette moyenne n'est d'ailleurs jamais atteinte pendant le
premier semestre, sauf en mai à cause d'une émission de
500 millions du Crédit Foncier.

Au contraire, pendant le deuxième semestre, les émissions
d'obligations sont assez fortes, le mois d'août étant toujours
cependant un des mois les plus faibles.

La moyenne mensuelle passe en 1928 à 335 millions, les
deux semestres étant à peu près égaux, alors que les émissions
d'actions ont augmenté de près de 1 milliard après le vote de
la stabilisation. La stabilisation du 25 juin 1928 a restitué au
marché sa physionomie normale et le goût des Français pour
les valeurs sûres et à revenu constant commence à se faire
jour d'une façon particulièrement nette. En effet, jusqu'en
juillet 1926, la dévalorisation du franc décourageait les sous-
cripteurs d'obligations. Pendant la revalorisation, ce sont, au
contraire, les sociétés qui ont préféré ne pas contracter des
dettes obligataires, trop fortes, que la hausse du franc ne fai-
sait qu'aggraver.

Après la stabilisation légale et, surtout, à partir de 1929,
les actions prennent de plus en plus de vogue. On en émet
6.783 millions, soit 565 millions par mois.

Jusqu'en avril 1929, qui marque le niveau maximum des
émissions d'actions, les valeurs à revenu variable avaient
aussi augmenté beaucoup, comme nous l'avons vu. Mais « à
partir du deuxième semestre de 1929, la diminution crois-
sante des rendements, l'abus des augmentations de capital,
les premiers symptômes d'une crise économique sérieuse
commencent à rompre l'équilibre en faveur des obligations¹ ».

1. Campion, *L'Information*, 6 février 1931.

Ces émissions atteignent ainsi en octobre le chiffre de 1293 millions. La tendance s'accroît en 1930, les souscripteurs se tournant de plus en plus du côté des valeurs à revenu fixe, dont les émissions atteignent le chiffre de 15.450 millions, soit 1.287 millions par mois, chiffre deux fois plus élevé qu'en 1929. C'est en février, qu'on a émis le plus d'obligations : 2.790 millions, si l'on excepte le mois d'octobre qui atteint 3.142 millions grâce à une émission de 2.200 millions du Crédit Foncier.

Les obligations continuent à avoir la faveur du public et il est à prévoir que les disponibilités vont se tourner vers les émissions d'obligations, tant que la crise économique n'aura pas suffisamment évolué pour permettre une reprise des obligations.

2). **Conversions.** — Il ne faut pas croire cependant que toutes les souscriptions d'obligations en 1930 représentent des capitaux frais.

On peut considérer¹ que 15 % des émissions d'obligations pour le premier semestre de 1930 représentent des conversions d'emprunts anciens et que cette proportion s'élève même à 30 % pendant le deuxième semestre, pour atteindre 45 % dans le dernier trimestre et dépasser 60 % pour le seul mois de décembre.

Ainsi, en retranchant ce qui correspond à ces conversions soit 1.260 millions pour le premier semestre et 2.460 millions pour le deuxième semestre, le chiffre des émissions d'obligations nouvelles n'est plus que de 11.500 millions environ.

Le tableau suivant indique le montant des obligations émises par des sociétés en remboursement d'emprunts en 1930 :

1. *Campion, article précité.*

Mois	Janvier	Février	Mars	Avril	Mai	Juin	juillet	Août	Septemb.	Octobre	Novemb.	Décemb.
Conversions en 1930	235	790	265	63	95	295	27	205	259	1451	92	
Emis. d'obligations	1027	2790	1914	6111	697	1835	625	735	1118	3142	953	2088

Si les conversions atteignent des chiffres aussi élevés, cela est dû à la baisse du taux de l'argent, qui permet actuellement aux sociétés de trouver à emprunter à 4 % et de transformer ainsi les emprunts plus onéreux qu'elles avaient contractés auparavant.

Les fortes souscriptions aux obligations durant l'année 1930 s'expliquent facilement par l'accroissement considérable de la circulation fiduciaire qui a passé en 1930 de 67 milliards à 76 milliards et par la libération de capitaux résultant des rachats de rentes de la Caisse d'amortissement et de la Caisse des dépôts (soit 6 milliards par an). Tous ces capitaux ne se sont dirigés que faiblement vers les émissions d'actions, la crise économique ayant semé l'inquiétude, en même temps qu'elle diminuait les bénéfices et les dividendes des sociétés.

3) **Taux. Durée d'amortissement. Impôts.** — Il est difficile de savoir quelle sera la physionomie du marché des émissions en 1931, mais il est probable que les nombreuses émissions d'obligations continueront à être accueillies favorablement tant que la crise économique ne sera pas terminée, à moins que la baisse constante du taux de l'intérêt ne rejette les capitalistes vers les valeurs à revenu variable, dont le taux de capitalisation est actuellement plus intéressant que celui des valeurs à revenu fixe. M. Oualid disait très justement en 1927: « Tandis que l'intérêt réel des valeurs à revenu fixe va sans cesse en s'élevant, exprimant ainsi la hausse du taux de loyer d'argent, le taux de capitalisation des actions va sans cesse en s'abaissant, ou tout au moins accentue constamment son

écart avec le prédécent... Depuis 10 ans, par conséquent, le taux de capitalisation des deux ordres de valeurs obéit à des causes différentes de détermination et il est aisé de deviner que c'est à la dépréciation externe et interne de la monnaie nationale qu'est dû ce divorce des deux indices généralement solidaires ». (Oualid, *Leçons sur la monnaie et les problèmes monétaires*).

En 1913 le taux de capitalisation des valeurs à revenu fixe atteignait 3,79 %, celui des valeurs à revenu variable étant presque semblable à 3,81 %.

Au début de 1926, l'écart est considérable, le premier de ces taux atteignant 8,20 % tandis que le deuxième n'est qu'à 3,90 %. Le taux net de capitalisation ressort en octobre 1930 à 3,87 % pour les valeurs à revenu variable, et à 3,69 % pour les valeurs à revenu fixe, ces deux taux coïncidant de nouveau comme en 1913. Il n'est pas inutile d'examiner les mouvements du taux de l'intérêt depuis 1926 et de les comparer avec ceux du taux de l'escompte, ce qui nous montrera les écarts entre le taux de l'argent à court terme et celui de l'argent à long terme.

Pour connaître le taux de rendement réel des obligations, il ne suffit pas de tenir compte du taux d'intérêt servi aux souscripteurs, il faut encore tenir compte du prix d'émission. C'est en tenant compte de ce prix d'émission, qu'on a établi qu'entre le début et la fin de 1926, le taux de rendement réel avait oscillé entre 9,35 et 8,20 % tandis que le taux de l'escompte hors banque, c'est-à-dire de l'argent à court terme, avait oscillé entre 7,3/8 et 4 %.

La courte panique de juillet 1926, n'a pas eu le temps d'influer beaucoup sur les taux d'émission, tandis que le taux de l'argent à court terme a enregistré ces fluctuations en s'élevant au-dessus de 7 % pendant les mois d'août, septembre et octobre.

Dans la fixation de ces taux, il n'est pas tenu compte des impôts qui renchérissent encore de 30 % le prix des capitaux. Il est évident que des taux aussi élevés sont ruineux pour les entreprises, qui émettent des obligations. Même à ce taux, elles trouvaient d'ailleurs difficilement des souscripteurs, comme nous avons pu le voir, la confiance du public étant ébranlée. En 1927, l'écart continue d'être très élevé entre le taux de l'argent à court terme et celui de l'argent à long terme, le premier oscillant entre 8,70 et 6,60 % et le deuxième entre 4 3/4 et 1 7/8 %. La baisse des taux de l'argent est cependant sensible, mais les disponibilités préfèrent encore s'employer à court terme plutôt que de s'investir dans les placements à long terme. Le taux de l'escompte hors banque s'abaisse ainsi en octobre à moins de 2 %.

La baisse de l'intérêt continue en 1928 où le taux de rendement réel des nouvelles obligations n'est plus de 6,75 % au début de l'année et de 5,55 % en décembre. Le taux de l'escompte se raffermi plutôt, n'atteignant plus en 1928 le chiffre de 1 7/8 % atteint en 1927. Il oscille entre 3 3/8 et 2 1/2 %. La stabilisation intervient et la nouvelle valeur du franc étant fixée définitivement, les capitalistes abandonnent peu à peu les emplois à court terme peu rémunérateurs pour investir leurs capitaux à long terme.

En 1929, le taux de 4,80 % est atteint comme rendement réel pour les obligations, le taux oscillant entre 5,70 et 4,80 %.

L'écart est encore sensible avec le taux de l'argent à court terme qui se tient aux environs de 3 %, tout en enregistrant une légère hausse sur 1928.

**TAUX DE RENDEMENT DES OBLIGATIONS
EN TENANT COMPTE DU PRIX D'EMISSION.**

<i>Années</i>	<i>Janvier</i>	<i>Février</i>	<i>Mars</i>	<i>Avril</i>	<i>Mai</i>	<i>Juin</i>
1925	7,58 %	7,33 %	7,73 %	7,63 %	7,38 %	7,48 %
1926	9,35	9,45	8,20	8,95	8,55	8,95

1927	8:½	—	8,25	7,55	7,05	7,10
1928	6,75	6,35	6,20	6,25	6,15	6,05
1929	5,55	5,55	5,70	5,40	5,45	5,55

<i>Années</i>	<i>Juillet</i>	<i>Août</i>	<i>Sept.</i>	<i>Octobre</i>	<i>Nov.</i>	<i>Déc.</i>
1925	7,60 %	7,25 %	7,75 %	8 %	8 %	7,40 %
1926	9,25	—	—	8,95	9	8,65
1927	7,10	7,20	7,20	6,60	6,90	6,65
1928	5,85	5,75	5,75	5,80	5,75	5,55
1929	5,45	5,40	5,40	4,80	5,25	5

Cette baisse s'est poursuivie en 1930, et les sociétés émettent actuellement des obligations au taux de 4 %, tandis que le taux de l'escompte de la Banque de France est à 2 %, taux qui n'avait pas été vu depuis très longtemps.

TAUX MAXIMUM DE L'ARGENT AU JOUR LE JOUR (en %).

<i>Années</i>	<i>Janvier</i>	<i>Février</i>	<i>Mars</i>	<i>Avril</i>	<i>Mai</i>	<i>Jui</i>
1926	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %	5 %
1927	5 1/2	6	4 1/2	3 1/2	3	3
1928	3	3	3	3	3	3
1929	3	3	3	3	3	3
1930	2,91	2,64	2,34	2,37		

<i>Années</i>	<i>Juillet</i>	<i>Août</i>	<i>Sept.</i>	<i>Octobre</i>	<i>Nov.</i>	<i>Déc.</i>
1926	5 1/2	6	6 1/2	6	5 1/2	5 1/2
1927	3	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3 1/2	3
1928	3	2 3/4	2 3/4	2 3/4	4 1/4	3
1929	3	2,94	2,97	3,22	3,34	2,97

L'écart entre les taux d'intérêt à long terme et à court terme a donc tendance à s'atténuer, mais reste important.

Cependant, la sécurité monétaire existe pleinement depuis 1928. Mais la sécurité fiscale est assez faible et c'est à cause des multiples impôts que le taux de l'argent à long terme reste si élevé.

La crise économique incite d'ailleurs beaucoup d'épar-

gnants à conserver la liquidité de leurs capitaux, malgré l'abaissement des taux d'intérêt servis par les banques de dépôt. Cet abaissement, qui, en France, est le résultat de circonstances, est pratiqué délibérément en Italie, dans le but de démobilisation des dépôts pour qu'ils se tournent vers les placements à long terme.

Cette baisse constante du taux de l'intérêt est due aux achats massifs de la Caisse d'amortissement et de la Caisse des dépôts et consignations. La première a acquis, pour amortir la dette publique, en 1929, 5 milliards 1/2 de rentes, et la deuxième a acheté près de 3 milliards de rentes en 1929 contre 2.800 millions en 1928, pour employer les versements des caisses d'épargne. Cela a abaissé évidemment le taux de capitalisation des titres d'Etat et la rente 4 % qui avait un taux net de capitalisation de 5,69 % en janvier 1928, n'avait plus qu'un taux de 4,10 % en décembre 1929. Le contre-coup des amortissements de la Caisse autonome a été d'accroître l'offre des capitaux prêts à s'investir, ce qui a pesé fortement sur le taux d'émission des nouvelles obligations. Cette abondance de capitaux a été augmentée aussi par l'allègement de la fiscalité, qui a ralenti l'accumulation des plus-values budgétaires. La loi du 29 décembre 1929 a réduit de moitié les droits de timbre sur les valeurs françaises et a ramené la taxe de transmission sur les titres au porteur de 0,50 à 0,40 %. La loi du 27 avril 1930 a rabaisé cette taxe à 0,25 %, le droit de transfert des titres nominatifs étant abaissé à 0,30 %. La même loi ramène de 18 à 16 % le taux de l'impôt sur le revenu des valeurs françaises et des valeurs étrangères abonnées, l'impôt sur le revenu des valeurs étrangères non abonnées étant abaissé de 25 à 18 %. Grâce à ces lois, le prélèvement sur le coupon est diminué d'un quart.

Avant ces mesures, la fiscalité exagérée entravait la communication constante qui doit exister entre le marché

de l'argent et le marché des capitaux, et, les appels de capitaux étant insuffisants, ces derniers ne servaient qu'à faire hausser les prix et la bourse.

L'abaissement du taux de l'intérêt pendant l'année 1930 est dû, en conséquence, à la grande abondance des capitaux, s'ajoutant au manque de confiance du public dans les valeurs à revenu variable. Les sociétés ont évidemment profité de cet abaissement du taux de l'intérêt pour émettre de nombreuses obligations et les valeurs à revenu fixe resteront en faveur tant que l'activité de la bourse des valeurs sera faible. D'ailleurs, les émissions massives d'obligations, qui sont en cours ou en préparation, empêchent elles-mêmes une hausse de la bourse, quand des événements exceptionnels n'interviennent pas pour la provoquer. Or, le Crédit Foncier vient d'émettre à 980 frs, un emprunt 4 % demi-net, amortissable en 50 ans, d'un montant nominal de 2 milliards 5, et on annonce l'émission imminente d'une première tranche d'emprunts coloniaux, d'un total de 922 millions, plus l'emprunt marocain 4 % d'une valeur nominale de 391 millions.

Il ne faut pas cependant pousser trop loin la politique d'amortissement pratiquée par la caisse autonome, et il faut bien considérer que la France occupe une situation exceptionnelle au point de vue du taux de l'intérêt, et que l'épargne ne se soumettra aux nouvelles conditions qui lui sont faites que si celles-ci correspondent aux conditions générales d'un marché libre. Il faudra notamment tenir compte des taux d'intérêt sur les places étrangères, si l'on veut que les émissions de conversion réussissent.

Or, ces taux d'intérêt sont très différents et généralement plus élevés qu'en France.

A la fin de 1928, on remarquait qu'un placement fait en Hollande au taux nominal de 5 % à 92,5, faisait un taux

de 5, 40 % alors qu'au même moment le taux moyen des obligations émises en France était de 6, 40 %, plus les impôts, soit 7, 53 %. Donc, l'argent à vue coûtait $1/3$ moins cher en France qu'en Hollande et l'argent à terme coûtait $1/2$ moins cher en Hollande qu'en France. Il s'agissait alors de pousser les capitaux à s'investir à long terme, et de leur donner le goût des valeurs à rendement régulier mais lent, de façon à réduire la disparité existant entre le taux de capitalisation des rentes ou obligations, et le taux de capitalisation infime de nos meilleures actions.

Actuellement, la situation a changé puisque, comme nous l'avons montré, le taux de capitalisation des obligations est souvent plus faible que celui des actions.

Nous examinerons plus loin la nécessité des émissions de valeurs étrangères en France, résultant de cette abondance des capitaux.

Il y a d'ailleurs partout dans le monde, un surcroît de raisons et de goût de dépenses et il est donc logique que les capitaux d'épargne soient rares et chers.

C'est ainsi qu'on a pu dire que la crise actuelle était une crise d'épargne. La France fournissait autrefois 5 milliards de capitaux par an pour une production de 35 milliards, soit 14 % de l'ensemble des revenus individuels. Il en résultait un accroissement de création et de consommation industrielles en France, que nous ne pouvons atteindre aujourd'hui avec une épargne qui ne dépasse pas actuellement 6 à 7 % du revenu national. L'épargne est d'ailleurs encore plus faible dans les autres pays, mais il faut distinguer l'organisation économique différente des pays et considérer que l'Amérique, par exemple, a un besoin de capitaux moins important que la France, parce qu'en Amérique on achète des titres avec l'argent emprunté, ce qui permet aux vendeurs de remployer leur capital en souscrivant aux émissions qui leur sont proposées.

De 1926 à 1930, nous n'avons pas assisté seulement à une baisse continue des taux, mais aussi à un allongement régulier de la durée de l'amortissement ainsi que le montre le tableau suivant.

**REPARTITION DU MONTANT NOMINAL DES EMISSIONS D'OBLIGATIONS,
D'APRES LA DUREE DE L'AMORTISSEMENT (°/°°).**

Années	5 ans et —	5 à 10 —	10 à 15 —	15 à 20 —	20 à 25 —	25 à 30 —	30 à 35 —	35 à 40 —	plus de 40	T
1925 ...	30	695	86	31	97	58	3	—	—	1.000
1926 ...	31	273	195	118	55	37	6	17	268	1.000
1927 ...	14	95	127	80	86	476	57	9	56	1.000
1928 ...	3	31	92	76	145	300	284	33	36	1.000
1929 ...	15	38	37	174	132	318	175	64	17	1.000

Alors qu'en 1925, les émissions d'obligations amortissables en 5 ou 10 ans représentaient les 2/3 de l'ensemble et qu'aucune émission n'avait prévu des amortissements au delà de 35 ans, nous trouvons, en 1926, un certain nombre d'émissions avec amortissement en plus de 40 ans. En 1927, les émissions d'obligations amortissables en 25 ou 30 ans atteignent 47,6 % et, en 1928, 58,4 % des émissions d'obligations sont amortissables en 25 ou 35 ans. La proportion s'améliore encore en 1929 : les amortissements en 20 à 35 ans forment alors 62,5 % de l'ensemble.

Les durées d'amortissement les plus fréquentes, durant ces dernières années, s'échelonnent donc entre 25 et 35 ans.

Les taux d'émissions tendent vers 4 % demi net, c'est-à-dire exemptés de tous les impôts, sauf de la taxe de transmission, et les obligations sont en général au nominal de 1000 frs, avec une prime d'émission assez réduite.

En 1926, au contraire, le montant nominal de l'obligation était le plus souvent de 500 frs avec une forte prime d'émission, un taux d'intérêt de 7 à 8 % et une échéance très courte.

Le taux d'intérêt, le taux d'émission et la prime d'amortissement sont évidemment établis en considération de la situation du marché des capitaux et varient aussi suivant que la société émettrice jouit d'un crédit plus ou moins bon.

C'est ainsi qu'en 1926, beaucoup de sociétés ont dû émettre des bons de 5 à 15 ans, parce que les capitalistes refusaient d'engager leurs capitaux pour une période plus longue.

On peut citer : la Société hydroélectrique de Lyon, la Compagnie Générale Transatlantique, qui ont émis en février 1926 des bons de 7 % de 500 frs amortissables en 10 ans, et un très grand nombre d'autres sociétés ont fait de même.

En 1930, au contraire, les sociétés qui ont un crédit de premier ordre, telles que l'Energie Electrique du Littoral Méditerranéen, le Sud-Lumière, le Crédit Foncier d'Orient, l'Ouenza, émettent des obligations 5 % amortissables en 20 ans, 40 ans et même 50 ans, alors que certaines sociétés, telles que la Compagnie Générale Immobilière de Saïgon, qui a émis 10.000 obligations 6 % de 1000 frs en mars 1930, ne prévoit qu'un amortissement en 15 ans, tout en offrant un intérêt de 6 %. Comme nous le verrons plus loin les sociétés coloniales éprouvent souvent de la difficulté à trouver des souscripteurs.

Enfin, les sociétés émettrices d'obligations attirent encore des souscripteurs en les assurant que les nouvelles obligations ne seront pas convertibles pendant un certain nombre d'années. Cette clause présente surtout une utilité dans les périodes où le taux de l'intérêt tend à diminuer.

Lorsque la baisse du franc était assez forte et que les possesseurs de capitaux refusaient de les prêter, par crainte de voir leurs créances diminuer, les sociétés avaient imaginé de créer des obligations dont le revenu variait suivant le cours du change. Ces obligations ressemblaient exactement à la rente 4 % 1925 à garantie de change. Ces obligations

n'ont d'ailleurs jamais été très nombreuses, car il est difficile de changer la mentalité des épargnants, même en leur offrant de très gros avantages.

En 1926, 20 sociétés environ ont émis des obligations de ce genre, pour un montant de 390 millions, et en 1927, nous n'en trouvons plus que 11 pour 123 millions. A partir de 1928, elles n'avaient plus de raison d'être et elles ont disparu complètement dans les émissions nouvelles.

4) Comparaison avec le capital actions. Nous avons indiqué plus haut qu'aucune proportion n'était imposée aux sociétés entre les actions et les obligations. Il est cependant intéressant de connaître quelle est en fait cette proportion et quelle est la proportion des émissions d'obligations par rapport aux obligations existant dans les sociétés émettrices.

(En millions de francs)					
<i>Années</i>	<i>Actions anciennes</i>	<i>Obligations anciennes</i>	<i>Obligations nouvelles</i>	<i>Pourc. des obl. nouv. aux oblig. anciennes</i>	<i>Pourc. des obl. nouv. aux actions anciennes</i>
1926	8.412	4.730	1.922	44 %	22 %
1927	11.014	17.037	2.439	17	26
1928	15.087	24.857	4.017	17	26
1929	18.060	18.300	6.783	37	37

Ainsi que l'indique le tableau ci-dessus, les sociétés qui ont émis des obligations en 1926, étaient des sociétés qui ne possédaient pas un grand nombre d'obligations, puisque la proportion des obligations nouvelles aux obligations anciennes pour ces sociétés est de 44 %, alors qu'elle est seulement de 17 % en 1927 et en 1928, et de 37 % en 1929. Quant à la proportion des obligations nouvelles au capital action des sociétés émettrices, elle a crû à mesure que les valeurs

à revenu fixe étaient plus en faveur sur le marché des capitaux. La proportion est de 22 % en 1926, puis se stabilise à 26 % en 1927 et 1928, pour arriver à 37 % en 1929. Remarquons qu'en 1929, ce sont les sociétés ayant un capital action sensiblement égal à leur dette obligataire, qui ont émis des obligations

Donc, quand les actions faisaient prime sur les obligations, en 1926, par exemple, ce sont surtout les sociétés ayant une dette obligataire relativement faible qui ont émis des obligations. Ceci se comprend aisément. Elles étaient les seules à pouvoir emprunter à des taux élevés sans avoir à supporter une dette trop lourde. C'étaient peut-être aussi les sociétés qui avaient le plus besoin de capitaux sous la forme d'obligations.

« Les entreprises, pour reconstituer ou entretenir leur fonds de roulement qui se volatilisait avec la monnaie, ont été obligées d'augmenter leurs émissions d'obligations dans la mesure exacte où la dépréciation de la monnaie leur donnait des facilités d'amortissement pour les obligations anciennes. Comme les émissions nouvelles se sont faites à un taux d'intérêt au moins double de celui d'avant-guerre, la charge du fonds de roulement a été alourdie et il était présomptueux d'envisager, avant que baissât le taux de l'intérêt, une augmentation du produit des actions et il était encore plus aventureux de la monnayer¹. »

Il ne faut pas négliger, en effet, l'influence de la dette obligataire sur le revenu des actions et la baisse brutale des valeurs à revenu variable, en 1930, illustre singulièrement ce fait.

5) **Espèces.** — Il ne suffit pas de constater la progression très forte des émissions d'obligations depuis 1926. Il faut encore savoir quelles sont les sociétés qui ont surtout émis des obligations pendant cette période.

1. *Le Pour et le Contre*, 15 décembre 1929.

EMISSIONS D'OBLIGATIONS (y compris les groupements de sinistrés)
(En millions de francs).

<i>Années</i>	1926	1927	1928	1929
Pêche, forêt, agriculture	16,8	6,5	—	33
Alimentation	34	124,6	63,3	188
Mines et carrières	18,8	103	—	44
Pétrole.....	—	—	109,1	3
Gaz	62,2	201,7	56,3	85
Autres industries chimiques.....	33,3	113,3	110,7	212
Caoutchouc	1,5	28	69,3	2
Papier	10,5	78,4	24,4	60
Textiles	43	118,4	169,7	243
Travail des étoffes	—	9,3	7	272
Cuir et peaux	3	28,7	54,1	18
Industrie du bois	4,4	23,9	19,4	55
Travail des métaux ordinaires	408,7	647,4	476,1	674
— fins	1	—	—	1
Construction des travaux publics	10	47,2	113,9	237
Energie électrique	417,5	475,5	490,6	925
Terres, pierres au feu	8,5	69,3	69,2	30
Télégraphie et radiotélégraphie	—	—	—	—
Transports par terre ou air	143,3	172,4	677	190
— par eau	90,5	98,7	185	350
Commerce	89,4	299,2	167,6	416
Sociétés immobilières et banques	516,2	711,6	1.129,5	1.750
Assurances	6	2,8	8,9	200
Autres sociétés	3,5	7,5	15,7	66
Total	1.922	2.939	4.017	6.783

Comme pour les émissions d'actions, les premières places sont occupées par les Sociétés Immobilières et Banques, dans lesquelles nous englobons le Crédit Foncier qui a émis deux emprunts de 500 millions, l'un en 1926, l'autre en 1927. Cette branche de notre économie arrive ainsi au chiffre énorme de 4.105 millions pendant les quatre années 1926, 1927, 1928 et 1929. Ce chiffre dépasse légèrement celui des augmentations de capital, 3.930 millions, à cause du milliard du Crédit Foncier. Ces établissements ont un rôle de plus en plus important dans notre économie nationale, comme en fait foi la progression

régulière des émissions d'obligations, aussi bien que celle des actions.

Les émissions d'obligations des Entreprises d'énergie électrique atteignent, pour cette période, 2.300 millions, et occupent la deuxième place. Mais ce chiffre est faible relativement aux augmentations de capital, qui ont atteint durant ce même temps un chiffre de 400 millions plus élevé. Or l'électricité trouve des emplois de plus en plus étendus et, d'autre part, le capital action ne joue ici qu'un rôle d'animateur, ce qui permet d'en réduire beaucoup le chiffre et de constituer en obligations, la plus grosse masse de ressources. Cependant, le capital de premier établissement est très fort et le taux d'émission présente donc une importance primordiale. C'est pourquoi, il n'est pas étonnant que durant ces quatre années, où le taux d'intérêt a été très élevé, tout en commençant à diminuer, les augmentations de capital aient dépassé les émissions d'obligations dans l'industrie électrique.

Alors que les obligations 4 % de l'énergie électrique du Littoral Méditerranéen lui étaient revenues net (amortissement compris) à 5 % en 1905, cette grande société, malgré son crédit de tout premier ordre, n'avait pu placer en 1926 que des bons au nominal de 8 % émis à 445 fr. et remboursables au pair de 1929 à 1941, ce qui représentait pour elle la charge réelle et formidable de 16,30 %. Dans ces conditions, les sociétés d'énergie électrique n'ont émis qu'une moyenne de 40 millions d'obligations par an pendant les années 1926, 1927, 1928. Ce chiffre s'est relevé à 925 millions en 1929 et il est probable qu'il augmentera à mesure que le taux de l'intérêt diminuera.

On a remarqué d'ailleurs que le taux de capitalisation était parfois plus élevé dans les affaires d'électricité que dans certaines autres branches d'industrie, par suite de l'importance

même des capitaux, qui sont sollicités par les sociétés électriques.

Les entreprises de métallurgie ont émis, pendant ces quatre années, autant d'obligations que les sociétés de banque, soit 2.300 millions, mais sans progression régulière. On constate plutôt une stabilité dans ces émissions, qui atteignent 408 millions en 1926, 647 millions en 1927, 476 millions en 1928 et 674 millions en 1929.

Les Industries Métallurgiques se sont procuré, pendant ces 4 années, autant de capitaux par des émissions d'obligations que par des augmentations de capital, parce que ces entreprises, qui avaient déjà modernisé leur installation et qui devaient satisfaire des besoins accrus, ont dû surtout grossir leur fonds de roulement.

Les transports par terre ou air ont émis beaucoup plus d'obligations que d'actions puisque leurs émissions d'obligations représentent, pour ces quatre années, 1.180 millions alors que leurs augmentations de capital n'atteignent que 235 millions. C'est en 1928 que leur chiffre est le plus élevé avec 677 millions à cause d'un emprunt de 300 millions de la Compagnie du Métropolitain de Paris. Ici encore il s'agit d'entreprises répondant à des besoins réguliers et sûrs et pouvant émettre plus d'obligations que d'actions. Il n'en est pas de même pour le Commerce, qui est une entreprise assez aléatoire, et les émissions d'obligations des sociétés commerciales de 1926 à 1929 n'atteignent que 970 millions, soit la moitié des augmentations de capital dans cette branche de l'activité économique.

Après le Commerce viennent les Transports par eau dont les émissions d'obligations ont progressé régulièrement et atteignent un chiffre trois fois plus élevé que celui des augmentations de capital : 723 millions contre 230 millions.

Nous trouvons ensuite les Textiles, les Industries Chimi-

ques, l'Alimentation, qui ont émis beaucoup moins d'obligations que d'actions, mais dont les émissions d'obligations ont suivi une marche progressive.

Des sociétés très aléatoires, comme les sociétés de pétrole, ont émis très peu d'obligations et les sociétés d'assurances qui n'avaient émis que 17 millions d'obligations en 1926, 1927, 1928, en ont émis 200 millions en 1929 et leurs émissions d'obligations progresseront avec la baisse du taux de l'intérêt.

On¹ a cependant soutenu avec raison que la baisse du taux de l'intérêt n'était pas un élément excitateur des affaires, car les possesseurs de capitaux ne consentent à les prêter à un intérêt peu élevé qu'aux entreprises leur inspirant pleine confiance.

Nous verrons plus loin que l'augmentation des émissions d'obligations, si elle a suivi la baisse du taux de l'intérêt, a suivi aussi la hausse en bourse du cours des valeurs à revenu fixe. Et cette hausse en bourse formidable semble être arrivée à son maximum. Il est probable que les actions vont être de nouveau en faveur, dès que la crise économique sera terminée, et que les obligations baisseront alors avec la hausse du taux de l'intérêt qu'entraîne toujours une ère de prospérité.

§ II. Sociétés exploitant aux colonies

Ayant examiné toutes les émissions de valeurs françaises, en France, il est bon de dégager les chiffres des émissions en France de sociétés exploitant aux colonies, pour voir ensuite l'importance des émissions de sociétés exploitant à l'étranger.

Nous distinguerons les différentes colonies et les différentes branches de l'activité économique.

1. *L'Economiste français*, 18 octobre 1930.

EMISSIONS DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES EXPLOITANT AUX COLONIES
(en millions de francs).

<i>Années</i>	1913	1926	1927	1928	1929	1926- 1927- 1928- 1929.
Algérie et Tunisie	71,7	72,7	87,7	201,2	267,6	528
Maroc	24,9	162	250	417,6	142	970
Afrique Occidentale et Equatoriale	9,2	137	239,6	297,4	499,1	1.170
Madagascar et Afrique Orientale	2,2	20,5	44	52,4	68,6	184
Indochine	6	198,2	248,3	171,1	204,4	920
Autres et mal désignées ..	4	42,6	103,5	96,6	310,9	550
Total	118	633	973	1.236,3	1.492,6	4.322

De 1926 à 1929, les sociétés exploitant aux colonies, ont absorbé 4.322 millions de francs de capitaux, soit 11,7 % des émissions en France, la progression étant constante dans les émissions, qui pour ces sociétés atteignent 633 millions en 1926, 973 millions en 1927, 1.236 millions en 1928 et 1.492 millions en 1929.

L'Afrique a absorbé plus de la moitié de ces capitaux, soit 2.670 millions, se répartissant entre l'Afrique Equatoriale et Occidentale, 1.170 millions, le Maroc, 970 millions, l'Algérie et la Tunisie, 528 millions. Il est naturel que les colonies dont la mise en valeur est la moins avancée absorbent le plus de capitaux. C'est pourquoi les émissions de sociétés marocaines atteignent presque le double des émissions de l'Algérie et la Tunisie réunies; mais, alors que pour la plupart des colonies, on assiste à une progression constante, on remarque une diminution sensible des capitaux investis au Maroc en 1929 qui n'atteignent que 142 millions contre 162 millions en 1926, 250 millions en 1927 et 417 millions en 1928.

Les émissions, pour Madagascar et l'Afrique Orientale,

restent assez faibles à 184 millions, tandis que l'Indochine absorbe 920 millions et les autres colonies réunies 550 millions.

L'Afrique du Nord a perdu la supériorité qu'elle possédait sur les autres colonies pour les émissions, avant la guerre. Ainsi, en 1913, sur 118 millions d'émissions, 96 millions étaient absorbés par l'Algérie, la Tunisie et le Maroc. Cela prouve que les Français se décident à mettre en valeur leurs colonies plus lointaines et acceptent d'aventurer leurs capitaux dans ces entreprises éloignées.

Les émissions des sociétés coloniales ont décuplé depuis 1925 et il faut attribuer cette augmentation au fait que beaucoup de capitalistes français ont cherché un remède contre l'inflation dans l'acquisition de titres de sociétés exploitant les vastes ressources en matières premières des colonies. D'ailleurs, les titres des sociétés coloniales ont souvent enregistré en bourse des plus-values dépassant celles des titres français. D'après la Société d'Etudes Economiques et Financières, le total des capitaux investis en Indochine peut être évalué à 3 milliards alors que leur valeur en bourse atteint 15 milliards, soit 5 fois plus. Or, les titres de la métropole, pour une valeur nominale de 300 milliards atteignent en bourse une valeur de 500 milliards.

EMISSIONS DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES EXPLOITANT AUX COLONIES
(en millions de francs).

Années	1913	1926	1927	1928	1929
Cultures et forêts	5,9	156,6	212,6	173,5	202,7
Industries extractives	18,2	101,8	133,9	247,1	211,8
Industries diverses	10,2	97,7	101,2	90,3	183,3
Transports et ports	6,9	107,6	173,1	341,1	68,8
Commerce	13,1	132	232,6	259	278,7
Sociétés immobilières et banques	63,7	38,3	119,7	125,3	547,3
Total	118	633	973,1	1.236,3	1.492,6

Les sociétés coloniales émettrices représentent, d'ailleurs, surtout les Sociétés Immobilières et Banques; les Sociétés de Commerce et les Sociétés de Transports et de Ports, les Industries et la Culture n'arrivent qu'après, l'industrie extractive étant la plus importante. Les émissions des Sociétés Immobilières et des Banques représentent $1/3$ des émissions en 1929, $1/10$ en 1928 et $1/2$ en 1913. Les émissions des sociétés commerciales représentent $1/5$ des émissions en 1929. Les émissions, dans la branche des Transports, atteignent leur maximum en 1928 représentant, dans cette année, plus du quart des émissions des sociétés coloniales.

Durant les 4 années, 1926, 1927, 1928, 1929, les cultures et forêts ont absorbé le plus de capitaux en 1926 ($1/4$) avec 156 millions. Les sociétés commerciales ont acquis le premier rang ($1/4$) en 1927 avec 232 millions. Les émissions de Transports et Ports dominant en 1928 ($1/4$) avec 341 millions. Enfin, les Sociétés Immobilières et les Banques l'emportent de beaucoup en 1929 sur les autres branches de l'activité de nos colonies.

Il est naturel que de nombreux établissements de crédit s'établissent dans nos colonies et qui ont besoin de toutes les facilités qu'apporte le crédit dans les relations économiques et il faut remarquer que leurs émissions sont passées de 38 millions en 1926 à 547 millions en 1929. La progression est moins forte dans les transports et les ports et dans le commerce, mais ces deux branches ont absorbé aussi beaucoup de capitaux, parce que les colonies sont surtout productrices de matières premières et des sociétés de commerce sont indispensables pour ménager l'échange de ces matières premières contre des produits manufacturés.

Quant aux moyens de transports, ils sont encore très rares aux colonies et beaucoup de capitaux doivent être consacrés

à la création de routes et de chemins de fer, qui permettront à la production et aux échanges de se développer.

En Algérie et en Tunisie, ce sont les émissions des banques qui ont absorbé dans ces dernières années le plus de capitaux, à l'exemple des émissions de la métropole.

Mais dans nos autres colonies, qui sont à un stade de civilisation moins avancé, ce sont les Transports qui l'emportent, comme au Maroc, le Commerce, comme en A. O. F. et A. E. F., l'Industrie, comme à Madagascar ou en Indochine.

Si l'on compare les émissions actuelles aux émissions de 1913, on constate l'importance prise par les groupes « Culture » et « Transports » au détriment des émissions des Sociétés Immobilières et des Banques.

Les émissions de ces dernières ont atteint 64 millions en 1913 et 125 millions en 1928. Elles ont donc doublé. Quant aux « Transports », leurs émissions ont augmenté de 50 fois leur valeur, passant de 7 millions à 341 millions.

Les « Cultures » elles-mêmes ont passé de 6 millions à 174 millions. Ce sont évidemment les groupes qui avaient absorbé le moins de capitaux avant la guerre, qui ont manifesté les plus gros besoins dans ces dernières années.

EMISSIONS DES SOCIÉTÉS EXPLOITANT AUX COLONIES

(en millions de francs).

Années.	Sociétés anciennes			Sociétés nouvelles		Montant total des émissions
	Nombre de Sociétés	Montant des émissions		Nombre de Sociétés	Montant des émissions d'actions	
		Actions	Obligations			
1913	31	62	18,8	51	45,2	118
1925	48	178,2	0,6	8	15	193,8
1926	80	376,1	160,3	17	96,6	633
1927	87	616,1	240	24	117	973,1
1928	128	697	350,2	34	189,2	1.236,4
1929	135	949,4	328,7	37	214,5	1.492,6
1926-1927-1928-1929	430	2.638,5	1.079,2	112	617,3	4.335,1

Les besoins en capitaux de nos colonies ont été satisfaits par des emprunts, des augmentations du capital et des émissions des sociétés nouvelles. De 1926 à 1930, sur 4.335 millions absorbés par les sociétés coloniales, on trouve 617 millions émis par des sociétés nouvelles, soit 12 %, 1.079 millions d'émissions d'obligations, soit 23 % et 2.638 millions, représentant des augmentations de capital, soit 65 %.

Ce qui distingue les émissions des sociétés coloniales des autres émissions, c'est le nombre plus considérable de sociétés nouvelles qui atteint $1/7$ des émissions, alors que, pour la métropole, il atteint $1/10$ en 1928 et $1/15$ en 1929. Enfin, la progression des émissions de sociétés nouvelles est plus forte pour nos colonies que pour la France, puisque le total passe de 96 à 214 millions, au lieu de 572 à 1.000 pour la France.

Les colonies sont, en effet, des pays neufs à civilisation peu développée et il est normal que le nombre des sociétés nouvelles y progresse plus vite que dans la métropole.

Cette progression devrait cependant être encore plus rapide, si les capitalistes ne craignaient pas d'engager leurs capitaux dans des entreprises lointaines. Constatons que les capitaux émis par les sociétés coloniales en France en 1928, n'ont atteint que 14 % des émissions des sociétés françaises, alors que l'étendue de notre empire colonial comprend 28 fois la France, c'est avouer l'insuffisance des capitaux consacrés à la mise en valeur de nos colonies.

§ III. Sociétés exploitant à l'étranger

Alors que les émissions des sociétés françaises ont sextuplé depuis la guerre, que les émissions des sociétés coloniales ont décuplé, les émissions des sociétés françaises exploitant à l'étranger n'ont pas triplé.

Elles atteignaient, en effet, 337 millions en 1913 et se sont

élevées à 75 millions en 1926, 295 millions en 1927, 851 millions en 1928 et 740 millions en 1929, la plus grosse partie de ces sociétés (67 %) ayant leur siège en Europe, 22 % ayant leur siège d'exploitation en Amérique et 10 % seulement exploitant en Afrique et en Asie.

EMISSIONS DES SOCIÉTÉS EXPLOITANT A L'ÉTRANGER
(en millions de francs).

Années	1913	1926	1927	1928	1929	1926-1927 1928-1929
—	—	—	—	—	—	—
Europe.....	105,6	21,3	144,1	552,3	497,9	1.215,6
Afrique et Asie .	59	1,5	25,2	32,5	81,1	140,3
Amérique	173,3	52,6	126,5	266,3	161,7	607,1
Total	337,9	75,4	295,8	851,1	740,7	1.967

Avant la guerre, les sociétés exploitant en Amérique l'exportaient sur les sociétés exploitant en Europe. La disparition, après la guerre des sociétés françaises exploitant en Russie, a été compensée par l'augmentation du nombre des sociétés françaises exploitant en Pologne et en Roumanie.

Les sociétés exploitant à l'étranger sont principalement des sociétés de mines en Europe et des Banques en Amérique, en Afrique et en Asie.

EMISSIONS DES SOCIÉTÉS FRANÇAISES EXPLOITANT A L'ÉTRANGER

Années	1913	1926	1927	1928	1929	1926- 1927 1928-1929
—	—	—	—	—	—	—
Cultures et forêts	15,5	—	—	0,3	3,6	3,9
Ind. extractives	37,9	61,2	70	254	92,5	647
Ind. diverses ...	36,9	0,5	25,5	37,5	458,7	522
Transp. et ports	42,7	10	17,1	10	63	100
Commerce	—	3,7	5,2	1,5	11,5	22
Sociétés immobilières et banques	204,9	—	178	277,8	111,4	570
Total	337,9	75,4	295,8	851,1	740,7	1.864,9

Parmi ces sociétés, nous trouvons un très grand nombre d'émissions dans les Sociétés Immobilières et Banques et dans les Industries, mais un très petit nombre dans le Commerce et dans la Culture. Durant ces quatre années, les sociétés industrielles exploitant à l'étranger ont absorbé plus de la moitié des capitaux, les banques en utilisant plus du quart.

C'est principalement sous la forme d'augmentation de capital que les sociétés exploitant à l'étranger se sont procuré les capitaux dont elles avaient besoin, ces augmentations de capital représentant 64 % des émissions de ces sociétés, les émissions d'obligations représentant seulement 24 %, et les émissions de sociétés nouvelles 12 %. Les sociétés exploitant à l'étranger ont préféré l'augmentation de capital à l'émission d'obligations, à cause des conditions du marché des émissions, qui étaient très favorables aux obligations. Mais ce qui est frappant, c'est le petit nombre des constitutions de sociétés. Ceci est dû en grande partie aux mesures protectionnistes prises par un grand nombre de nations pour réserver aux sociétés nationales la mise en valeur du pays.

EMISSIONS DE SOCIÉTÉS EXPLOITANT A L'ÉTRANGER

Années	Sociétés anciennes			Sociétés nouvelles		Montant total des émissions
	Nombre de Sociétés	Montant des émissions		Nombre de Sociétés	Montant des émissions d'actions	
		Actions	Obligations			
1913	30	92,2	156,4	24	89,3	337,9
1925	14	220,6		5	42,4	263
1926	9	71,8	0,6	2	3	75,4
1927	20	251,5	42,1	2	2,2	295,8
1928	18	579,8	185	5	86,3	851,1
1929	32	261,4	263	5	216,3	740,7
1926-1927-1928-1929 ..	79	1.264,5	490,7	14	307,8	1.963

Dans l'ensemble, ces émissions ne représentent d'ailleurs que 6 % des émissions faites en France par des sociétés privées et il faut attribuer les causes de cette situation peu favorable, aux exigences simultanées des fisco français et étrangers, qui rendent très difficile la vie de ces sociétés.

En effet, la superposition des impôts empêche la création d'entreprises à l'étranger avec des capitaux français par l'intermédiaire de sociétés françaises.

En 1913, il s'est créé 24 sociétés françaises ayant leur siège d'exploitation à l'étranger et ces sociétés avaient appelé 90 millions de francs, soit 450 millions d'aujourd'hui. Or il s'est créé en 1927 seulement 2 sociétés de ce genre, avec un capital-actions de 2,2 millions.

Un amendement déposé par M. Champetier, puis par M. Baréty pour étendre le régime de faveur de l'article 27 aux filiales étrangères des sociétés françaises a été deux fois repoussé par le gouvernement.

« On n'a pas le droit de déplorer les difficultés qui sont faites à l'expansion des capitaux, tant qu'on laisse en vigueur des textes aussi étrangement anachroniques et aussi directement opposés aux intentions les plus élémentaires d'une saine économie¹. »

Personne n'ignore cependant que la meilleure preuve du développement économique français à l'étranger est l'essaimage des sociétés françaises.

Dans un discours prononcé en octobre 1930, devant le Conseil Général de la Sarthe, M. Caillaux préconisait l'introduction des valeurs étrangères comme remède à la pléthore des devises qu'accuse le poste correspondant du Bilan de la Banque de France.

Nous traiterons plus loin de cette question des émissions

1. *Le Pour et le Contre*, 20 janvier 1929.

de valeurs étrangères en France, mais on peut admettre aussi que la création de sociétés françaises à l'étranger, appelées à être financées au moyen de capitaux nationaux préalablement convertis en devises, aurait autant d'efficacité sur la réduction d'un poste dont le gonflement continu entraîne nécessairement celui de notre circulation fiduciaire. La création plus généralisée de sociétés françaises à l'étranger aurait encore pour effet de faire rentrer progressivement en France, sous forme de capitaux préalablement convertis en francs, ce flottant des devises nationales existant à l'étranger, d'où possibilité de réduire d'autant le montant des billets émis en contre-partie.

Il y a, enfin, un gros avantage au développement de ces investissements directs de fonds français à l'étranger, en ce qu'il laisse le contrôle des entreprises financées aux nationaux et en ce qu'il permet de soustraire certains monopoles de fait aux puissants groupements qui les détiennent.

Il y aurait lieu de supprimer l'impôt sur les revenus des placements, des créances, dépôts et cautionnements des sociétés françaises qui travaillent à l'étranger avec les capitaux français, parce que la superposition de cet impôt avec l'impôt sur le revenu des titres français rend certaines opérations impossibles, comme par exemple les opérations de crédit foncier.

CHAPITRE IV

EMISSIONS ETRANGERES EN FRANCE

Il peut arriver qu'en des pays à population stagnante, tel que le nôtre, où la puissance de fabrication a connu une croissance trop rapide, l'emploi intégral des épargnes en faveur de l'outillage national comporte plus de dangers que d'avantages réels. Ces pays sont alors dans la nécessité de rechercher des prêts à l'étranger, opérations que nous devons encourager à condition qu'elles s'entourent de toutes les garanties désirables quant à la solvabilité des débiteurs.

§ I. — Volume, taux, pays émetteurs

On a calculé que les émissions de valeurs mobilières en France absorbaient bon an mal an 80 % de nos économies et il est incontestable que nos valeurs françaises ne peuvent, sans menace de surcapitalisation, absorber ces 80 %.

D'ailleurs, comme le disait M. O. Moreau-Neret « devant la baisse continue du taux de l'argent et les conversions incessantes, l'épargnant voit sans cesse diminuer son revenu et c'est un des buts de l'organisation du marché financier que de lui trouver des emplois susceptibles de lui assurer un intérêt supérieur à celui que peuvent légitimement servir les entreprises nationales¹ ».

1. Conférence faite à l'Ecole des Sciences Politiques le 5 mars 1930.

Les valeurs étrangères ont toujours occupé une grande place dans le portefeuille français. Leur montant atteignait 45 milliards en 1914, soit plus de 35 % de notre fortune mobilière, qui était de 115 milliards. On a calculé que ce portefeuille français de valeurs mobilières étrangères avait subi une amputation de 40 % par suite de la réalisation de 3 milliards et de la carence des débiteurs russes entraînant une perte de 12 milliards.

Les capitalistes français possédaient donc au lendemain de la guerre environ 30 milliards de valeurs étrangères, et il était nécessaire de reconstituer notre portefeuille étranger. En 1929, sur une fortune mobilière total de 748 milliards, les valeurs étrangères ne s'élèvent qu'à 118 milliards, soit 15 %, et la diminution par rapport au chiffre de 1913 dépasse 50 %.

L'instabilité de notre monnaie a empêché, pendant longtemps, l'introduction de valeurs étrangères en France, et il importe de ne pas oublier que la loi du 3 avril 1918 avait interdit l'exportation des capitaux pour défendre notre change. Or l'émission de valeurs étrangères en France correspondait à une exportation de capitaux.

En 1926, la crise du franc est si intense qu'on peut craindre un effondrement total de la structure monétaire française. De pareilles circonstances étaient donc peu propices à l'introduction de valeurs étrangères. C'est pourquoi elles sont peu nombreuses. Or remarque cependant l'introduction de la Snia Viscosa en juillet 1926, pire moment de la détresse du franc.

En 1927, on compte 6 sociétés étrangères, qui ont émis des titres en France et 12 sociétés étrangères, qui ont introduit des titres à la Bourse. Notre balance des comptes avait bénéficié des rapatriements de capitaux, et si l'épargne n'avait pas retrouvé sa pleine capacité d'avant-guerre, elle pouvait cependant effectuer quelques placements à l'étranger.

Quand il s'agissait de sociétés françaises, nous n'avons tenu compte que des émissions véritables et non des introductions en bourse de titres existant déjà, parce que ces dernières n'aboutissaient qu'à des déplacements de capitaux. Ici, au contraire, qu'il s'agisse d'émission ou d'introduction, ce sont toujours des capitaux français qui vont s'investir dans des entreprises étrangères.

Les émissions de valeurs en France par des sociétés étrangères en 1927 atteignent 350 millions environ et les introductions 2.450 millions environ, soit 2.800 millions au total.

Quant aux émissions émanant d'états étrangers, nous n'avons à relever en 1927 que l'emprunt extérieur de stabilisation de la République polonaise, émis en octobre, qui atteint 50 millions et a été émis à 92 %, amortissable en 20 ans. On remarque que le taux d'intérêt qui est de 7 % est assez avantageux et que les capitalistes français ont demandé aux emprunteurs étrangers une prime d'émission et un taux d'intérêt plus fort qu'aux emprunteurs nationaux.

C'est donc une somme de près de 3 milliards qui a été prêtée à long terme à l'étranger en 1927. Ceci représente un peu plus de 16 % des émissions de valeurs françaises en France pendant la même année.

EMPRUNTS DES GOUVERNEMENTS ÉTRANGERS EN FRANCE DE 1926 A 1930.

<i>Années</i>	<i>Pays</i>	<i>Montant nominal</i>	<i>Taux nominal</i>	<i>Taux d'émis.</i>	<i>Durée d'amort.</i>	<i>Produit effectif en millions de francs</i>
7	République polonaise : Emprunt de stabilisation	51 millions	7 %	92 %	20 ans	46
8	Royaume de Bulgarie : Emprunt de stabilisation	130 millions	7 1/2 %	98,2 %	40 ans	128
9	Roumanie : Caisse autonome des monopoles	562 millions	7 %	92 %	30 ans	517
0	Allemagne : Emprunt Young	2 milliards 1/2	5 1/2 %	98,25 %	35 ans	

Le décret du 10 janvier 1928 a supprimé l'application de la loi du 3 avril 1918 sur l'interdiction de l'exportation des capitaux, ce qui a facilité beaucoup les émissions étrangères en France.

C'est pourquoi ces émissions atteignent, en 1928, 350 millions environ, ces émissions émanant de 13 sociétés, auxquelles il faut ajouter l'augmentation de capital de la Royal Dutch et de la Shell, dont il est impossible d'évaluer le montant en France, car, ces valeurs n'étant pas abonnées, les opérations auxquelles elles donnent lieu ne font l'objet d'aucun avis au *Bulletin des Annonces Légales*.

Notons, en passant, la difficulté d'être renseigné d'une façon exacte sur les émissions de valeurs étrangères en France, puisque les émissions des valeurs non abonnées ne sont pas insérées au B. A. L. O. et que, d'autre part, même en cas d'insertion au B. A. L. O., il est impossible de savoir quelle proportion de l'émission annoncée est effectivement réservée au marché français.

Il faut ajouter, au mois de novembre 1928, l'émission de la tranche française de l'emprunt bulgare de stabilisation, qui s'est élevée à 130 millions.

En 1929, six sociétés étrangères ont émis des titres en France pour 351 millions de francs, et 24 sociétés étrangères ont fait des insertions au B. A. L. O. en vue de l'introduction de titres, ce qui nous donne un total d'émissions de 350 millions environ et un total d'introductions de 20 milliards environ.

Dans les insertions, il nous est impossible de déterminer exactement la portion qui a été placée sur le marché français.

On relève en 1929, pour le compte des Etats étrangers, un emprunt de 562 millions de francs émis sur le marché français par la Caisse Autonome des Monopoles du royaume de Roumanie.

Enfin, l'Emprunt international 5 1/2 % du Gouvernement allemand, émis en exécution du plan Young, réservait à la France le placement de 2.515.000 obligations de 1.000 fr., qui ont été souscrites par des capitalistes français au mois de juin 1930 à 98,25 %. Cet emprunt a donc mobilisé en France 2 milliards 1/2 de capitaux.

Il est intéressant de remarquer, comme preuve de l'abondance des capitaux en France, que, tandis que la prime de remboursement était moins forte que pour les tranches de l'emprunt Young placées à l'étranger, cet emprunt a été souscrit beaucoup plus facilement en France que dans les autres pays.

Recherchons maintenant si les émissions de valeurs étrangères en France ont été effectuées sous la forme d'emprunts d'état, d'obligations ou d'actions. En 1924, par exemple, sur 426 millions d'émissions étrangères en France, 1.255 millions représentaient des fonds d'Etat, 70 millions des obligations, 101 millions des actions. Il en a été de même pendant les autres années et les Français ont souscrit beaucoup plus à des fonds d'Etat étrangers qu'à des valeurs de sociétés étrangères. De plus, les augmentations de capital de sociétés occupent une beaucoup plus grande place que les constitutions de sociétés.

Parmi les emprunts des Gouvernements étrangers en France, l'emprunt polonais et l'emprunt bulgare avaient pour but de stabiliser la monnaie de ces deux pays. On ne peut donc pas accuser la France de ne pas avoir aidé les pays étrangers à remédier aux difficultés financières, dans lesquelles ils se débattaient. Elle leur a prêté de l'argent à des taux qui ne sont pas prohibitifs et avec un terme assez long, puisque l'emprunt polonais stipulait un intérêt de 7 %, et était émis à 92 % remboursables en 20 ans, l'emprunt bulgare à 7 1/2 % émis à 98, 2 %, remboursables en 40 ans, l'emprunt roumain

à 7 % émis à 92 % remboursable en 30 ans, enfin l'emprunt Young remboursable en 35 ans.

Depuis la guerre, les émissions étrangères en France ont donc été très rares, puisque 10 sociétés par an, en moyenne, ont émis des titres en France, alors que cette moyenne était de 190 de 1907 à 1913.

Après avoir évalué approximativement les émissions étrangères en France, de 1926 à 1930, nous allons rechercher pourquoi ces émissions sont moins nombreuses qu'avant la guerre, quels sont les inconvénients de cette situation et quels sont les remèdes qu'on y a apportés récemment ou qu'on peut encore y apporter.

§ II. Causes du faible montant des émissions étrangères en France

Nous avons déjà indiqué qu'au moment de la baisse du franc et de la fuite des capitaux, la situation de notre marché ne permettait pas d'absorber des valeurs étrangères, car cela risquait d'effondrer davantage notre change. C'est cependant à ce moment que beaucoup de capitalistes français acquièrent des valeurs étrangères pour s'assurer contre la dépréciation du franc.

Plus tard, quand cette situation se fut assainie, les introductions de valeurs étrangères en France reprirent, mais une fiscalité excessive et un contrôle gouvernemental exagéré ne permirent pas à cette reprise d'atteindre l'importance qu'elle aurait dû avoir.

Le 3 août 1926, les impôts sur les valeurs étrangères abonnées étaient les suivants :

Impôt au timbre : 0. 20 % sur la valeur nominale.

Impôt de transmission : 0, 50 % sur la valeur réelle de l'année précédente.

Impôt sur le revenu : 18 %.

Quant aux valeurs non abonnées, elles devaient payer un droit de timbre de 4 % et un impôt sur le revenu de 25 % et elles n'étaient pas admises à la cote officielle.

Cette fiscalité exagérée empêchait l'introduction de titres étrangers en France et, comme la législation était plus onéreuse et plus tracassière en France qu'en d'autres pays, ce n'étaient pas les valeurs les meilleures, ni les plus recherchées qui sollicitaient les prêteurs français. Il existait évidemment un contrôle, puisque toute émission ou introduction de valeurs étrangères nécessitait une autorisation du ministre des Finances. Mais les débats récents sur la *Snia Viscosa* ont montré, malheureusement, que ce contrôle était mal établi.

D'une part, l'Etat semble ainsi garantir la valeur qui est introduite. D'autre part, on a dit avec raison que « si les ministres intervenaient dans les affaires financières, ils seraient vite soupçonnés de favoriser les unes et de combattre les autres, pour d'autres motifs que l'intérêt national ». Cette prédiction s'est entièrement réalisée et on comprend que l'émission de valeurs étrangères en France ait été considérablement gênée par une telle législation.

D'autre part, « l'épargne française demande des gages, des garanties, des preuves de bonne gestion monétaire et financière. Elle garde le souvenir cuisant de toutes les pertes subies. Les considérations de sécurité priment pour elle les considérations de rendement. De là une sorte de malentendu entre les marchés qui ont le plus besoin de capitaux et le marché français qui paraît plus capable qu'aucun autre de les satisfaire mais qui se retranche dans une réserve encore un peu défiante¹ ».

1. Rist, *Gazette de Francfort*.

§ III. Inconvénients du faible montant des émissions étrangères en France

M. Aftalion prétend à juste titre « qu'une nation créditrice, qui se refuse aux acquisitions de valeurs mobilières étrangères, est fatalement amenée à devenir une nation importatrice d'or ».

Or, telle est actuellement la situation de la France, où l'or afflue, provoquant une augmentation de la circulation intérieure, qui agit sur les prix et sur la bourse.

En tenant compte de l'encaisse-or, qui s'élève à 56 milliards, et des 20 milliards de devises convertibles en or, la circulation de billets, qui atteint 79 milliards, est presque couverte dans une proportion de 100 %, proportion qui pourrait être beaucoup plus faible sans inconvénient, la France échangeant ses devises contre des valeurs étrangères au lieu de les échanger contre de l'or improductif.

Mais pour les raisons que nous avons indiquées plus haut, les placements étrangers restent peu abondants et les capitaux disponibles, n'ayant pas d'emploi, concourent à la hausse des prix de détail et ont contribué à accroître la spéculation boursière en 1928-1929, alors que tout indiquait l'imminence d'une grande tourmente économique.

C'est aussi à cette abondance de capitaux inutilisés qu'est due une baisse formidable de l'intérêt en France, contrastant singulièrement avec le taux élevé de l'argent dans les autres pays.

Comme le dit M. Chavenon, « va-t-on, s'en tenant à une cote appauvrie, retourner vers des rendements nets de 1 1/2 % et 2 %, alors que des valeurs toutes semblables aux nôtres, ou bien proches, se traitent sur les marchés étrangers avec un rendement supérieur à 5 % ? Pour satisfaire à la pléthore des capitaux en quête de placements, on a édifié avec une

hâte fiévreuse des entreprises dont les possibilités pratiques ne correspondaient pas toujours aux conceptions qui les avaient enfantées¹ ».

Un assez grand nombre de capitaux sont placés à court terme à l'extérieur, mais ces emplois provisoires sont beaucoup moins rémunérateurs que les emplois à long terme et ne contribuent pas, comme les placements définitifs, à développer l'influence nationale à l'étranger. L'influence acquise par la nation créancière sur ses débiteurs n'est pas à négliger et il est fréquent que le développement de l'influence française sur les sociétés étrangères soit une source de commandes pour l'industrie nationale.

C'est pour toutes ces raisons qu'il importe au plus haut point de modifier le régime des valeurs mobilières étrangères en France.

§ IV. Remèdes à apporter

Des réformes importantes ont été déjà obtenues depuis 1926 grâce aux revendications de la Fédération des Porteurs de valeurs mobilières.

C'est le 28 décembre 1927 qu'a été instituée la nominativité fiscale des titres étrangers abonnés.

Mais c'est surtout la loi du 30 juillet 1929 qui a réalisé les réformes les plus importantes. Elle a décidé que les sociétés françaises, ayant en portefeuille des titres de sociétés étrangères, ne supporteraient plus la superposition des divers impôts sur le revenu.

De plus, à partir de cette loi, les valeurs mobilières étrangères non abonnées ont pu être cotées à la Bourse de Paris

1. *Information*, 28 février 1931.

et les sociétés étrangères qui se sont désabonnées, n'ont pas été assujetties à l'impôt du timbre.

Une loi du 29 décembre 1929 a enfin réduit de $1/2$ les droits de timbre sur les valeurs françaises et étrangères.

La loi du 27 avril a encore réduit de moitié le droit de timbre, ramenant cet impôt au $1/4$ de ce qu'il était au début de 1929. La même loi a ramené de 18 à 16 % le taux de la taxe sur le revenu des valeurs françaises et des valeurs étrangères abonnées et elle a réduit de 25 à 18% le taux de la taxe sur le coupon des valeurs non abonnées.

La loi du 27 avril 1930 a prévu encore que, pour les valeurs étrangères non abonnées et domiciliées en banque selon les prescriptions de la loi du 30 juillet 1929, la taxe sur ces revenus serait réduite de 18 à 16 %.

Citons aussi la loi du 16 avril 1930, d'après laquelle « le Ministre des Finances est autorisé à conclure avec le département de la Seine, la Ville de Paris, les grands réseaux de chemins de fer, et les compagnies de navigation subventionnées, des conventions aux termes desquelles l'Etat mettra à leur disposition, sur les ressources générales de la Trésorerie, à titre d'avances portant intérêt, les sommes nécessaires au remboursement anticipé des emprunts que lesdites collectivités ont contractés à l'étranger ». On peut assimiler cette opération à une émission au point de vue du placement.

Ces dégrèvements obtenus ne pouvaient avoir d'influence que si l'on supprimait les restrictions apportées à l'émission ou à l'introduction de titres étrangers en France.

Le décret du 10 janvier 1928 a suspendu, comme nous l'avons vu, l'application de la loi du 3 avril 1918 sur l'exportation des capitaux, mais l'article 32 de la loi du 31 décembre 1920 a maintenu pour « l'émission, l'exposition, la mise en vente, l'introduction sur le marché en France des effets publics émis par les gouvernements étrangers, ainsi que des

titres quels qu'ils soient, de villes, corporations et sociétés étrangères », le régime restrictif que la loi du 31 mai 1916 avait institué pour toutes les collectivités et sociétés, aussi bien françaises qu'étrangères. Et c'est cette loi, soumettant les introductions de valeurs étrangères à l'approbation du Ministre des Finances, qui est actuellement critiquée. Il est, en effet, souhaitable que les organismes officiels, qui ne disposent point de techniciens qualifiés pour l'étude des affaires industrielles et commerciales, laissent à des organismes privés la responsabilité du choix des valeurs étrangères proposées à l'épargne, gardant pour eux un simple droit de contrôle.

M. Paul Reynaud a déjà pris des mesures, en novembre 1930, en vue d'accélérer la procédure d'examen des demandes de négociations de valeurs étrangères et assimilées sur le marché. Désormais, ce seront les Chambres syndicales des agents de change et des banquiers en valeurs au comptant qui transmettront au Ministre des Finances les demandes de négociations, dont elles s'assureront que le dossier est normalement constitué.

Malgré cette heureuse réforme, il est encore indispensable d'abroger la loi de 1916 instituant la nécessité d'une autorisation préalable. Les emprunteurs, dont le crédit est indiscuté, sont sollicités par d'autres prêteurs, et les formalités compliquées ne peuvent que les éloigner de notre marché et il suffirait que le taux d'émission des autres places s'abaissât légèrement pour qu'ils désertent complètement le marché français.

Cependant les placements étrangers n'ont pas toujours été profitables et M. Georges-Gaston Lagarde a pu écrire : « Lorsqu'on parcourt certaines listes de valeurs placées en France, on a l'impression d'accomplir une sorte de pèlerinage dans un cimetière de l'épargne ».

Les pertes des capitalistes français, qui avaient effectué des placements en valeurs étrangères, ont établi un état de

méfiance à l'égard de ces valeurs et il ne s'agit pas seulement, à l'heure actuelle, d'attirer des emprunteurs, il faut encore et surtout assurer aux prêteurs une protection efficace.

L'Etat ne doit pas autoriser chaque fois, mais les banques émettrices doivent s'efforcer de protéger l'épargne. Les épargnants eux-mêmes doivent se renseigner et, pour cela, s'unir. C'est pourquoi les sociétés de placements peuvent rendre de très grands services dans ce domaine. Elles ne chercheraient pas à contrôler telle ou telle affaire, mais agiraient comme un capitaliste très renseigné, poussant très loin la division des risques financiers, géographiques et économiques.

Des sociétés semblables jouent déjà un rôle important à l'étranger sous le nom « d'investment trust », et il suffirait d'abolir la double imposition au sujet de la taxe de transmission et de l'impôt sur le revenu pour que ces sociétés prissent leur essor en France. Les seules sociétés de placement que l'on puisse trouver entre 1926 et 1929 sont la Compagnie Française de placement, constituée le 30 avril 1928 au capital de 150 millions et la « Sofinest » constituée en mars 1929 au capital de 150 millions.

On peut même constituer des sociétés de gestion des valeurs mobilières étrangères¹. Ces sociétés sont alors uniquement spécialisées dans les valeurs étrangères. Elles choisissent des valeurs sûres et n'équipent les pays étrangers qu'avec discernement. On a reproché en effet aux émissions de valeurs étrangères en France, d'aboutir à l'équipement de concurrents étrangers. Mais ces sociétés auront précisément pour rôle d'opérer une discrimination entre les valeurs, de façon à assurer une clientèle fidèle à nos industries d'exportation. Ainsi le développement économique du pays emprunteur n'entravera point celui du pays prêteur.

Un choix judicieux des valeurs étrangères est d'autant plus

1. Cheminai, thèse, Paris, 1927.

important que les marchés de Londres et de New-York semblent avoir atteint leur point de saturation, s'ils ne l'ont pas dépassé au point de vue des émissions. Ainsi les émissions en Angleterre se sont abaissées de 369 millions de livres sterling en 1928, à 253 millions de £ en 1929, et cette baisse doit être attribuée à une politique de placements exagérés dans les deux années précédentes.

Par mille moyens détournés, l'étranger va faire un appel pressant à nos capitaux pour soulager les marchés anglais et américains sur lesquels pèsent de très importantes queues d'émission.

Avant la guerre, les $\frac{3}{4}$ du portefeuille étranger de la France étaient constitués en fonds d'état et $\frac{1}{4}$ seulement en titres de sociétés, les émissions d'obligations l'emportant aussi sur les émissions d'actions. Or, la souscription des titres de sociétés présente un plus grand intérêt au point de vue de l'influence française et il importe d'orienter les capitaux vers les actions étrangères.

Il s'agit enfin de savoir si la France possède suffisamment de capitaux pour pouvoir financer les marchés étrangers. Cette question est très délicate et difficile à apprécier. On ne peut nier que de larges emplois demeurent encore ouverts dans le pays à l'épargne française : constructions d'habitations, électrification des chemins de fer et des campagnes, captation des forces hydrauliques, travaux publics, équipement des colonies, et il est incontestable qu'il nous est impossible de fournir à l'étranger autant de capitaux qu'en 1913, avec une épargne qui est tombée de 12 à 6 % de la production, tandis que la part absorbée par les impôts a passé de 12 à 20 % de la production.

Mais, pour toutes les raisons que nous avons indiquées plus haut, la France doit profiter de la situation privilégiée

dont elle jouit actuellement pour investir des capitaux à l'étranger.

Comme le constate le rapport présenté le 29 janvier 1931 à l'Assemblée des actionnaires de la Banque de France : « Lorsque les conditions actuelles se seront améliorées, il n'est pas douteux que les emprunteurs étrangers auront largement recours au marché français. Nous estimons qu'en s'entourant de toutes les garanties désirables, c'est à la fois le devoir et l'intérêt de la place de Paris de répondre aux demandes de capitaux qui lui seraient adressées par des pays étrangers pour le développement de leur production et de leurs échanges. Nous restons convaincus, en particulier, qu'il importe de faciliter actuellement les prêts extérieurs à long terme, qui constituent, comme avant la guerre, le débouché normal de l'excédent des capitaux français ».

CONCLUSION

Au terme de cette étude durant laquelle nous nous sommes surtout efforcés de commenter les statistiques et d'exposer la situation du marché des capitaux telle qu'elle se présentait, il n'est peut-être pas inutile de dégager et de grouper les faits qui ont exercé une influence sur le marché des émissions, de 1926 à 1930, de rechercher ensuite quelles sont les émissions qui ont absorbé le plus de capitaux, et d'apprécier enfin s'il ne convient pas de réaliser quelques réformes en vue d'assurer une meilleure répartition et, par suite, une meilleure utilisation des capitaux disponibles.

C'est en 1926 que la crise des changes a atteint son niveau maximum, apportant une entrave presque complète aux émissions de valeurs mobilières.

Le franc perdait de plus en plus de sa valeur et les capitalistes refusaient de prêter leurs capitaux, non seulement à l'Etat dont le crédit était très gravement atteint, mais encore aux entreprises privées, car la baisse possible du franc risquait de réduire considérablement leurs créances.

C'est à cause de cette situation, qui a duré jusqu'au mois de septembre, que les émissions ont été très faibles durant cette période, les possesseurs de capitaux se refusant particulièrement à souscrire aux emprunts d'Etat et aux obligations des sociétés. On craignait moins d'immobiliser ses capitaux dans des actions parce que l'actionnaire n'a pas une simple créance, mais possède une part indivise de l'affaire.

L'instabilité du franc était donc la raison principale de la faiblesse du marché des émissions.

Cette cause disparaissant à partir de 1927, les capitaux auraient dû normalement se réinvestir à long terme dans les sociétés. Mais deux causes ont empêché une amélioration rapide de la situation. D'une part, l'Etat a fait un appel pressant aux capitaux, gênant ainsi les émissions des entreprises privées et, d'autre part, l'épargnant qui s'était habitué pendant plusieurs années à ne placer ses capitaux qu'à très court terme, par crainte d'une dépréciation monétaire, n'a modifié que peu à peu le caractère de ses placements. Malgré la différence considérable existant entre les taux de l'argent à court terme et de l'argent à long terme, le capitaliste n'a accepté que beaucoup plus tard de prêter ses capitaux à longue durée.

La restauration monétaire avait d'ailleurs nécessité le vote d'impôts assez lourds, qui gênaient considérablement les émissions. Malgré ces charges fiscales, les émissions de valeurs mobilières n'ont pas cessé d'augmenter.

Jusqu'à la fin de 1928, l'Etat a absorbé un chiffre croissant de capitaux, tandis que, dans les émissions des entreprises privées, le chiffre des émissions d'actions enregistrait l'augmentation la plus importante.

Les possesseurs de capitaux préféraient les actions aux obligations, car la prospérité économique augmentait chaque jour et la hausse en bourse des valeurs à revenu variable laissait espérer aux épargnants la réalisation de larges plus-values. Les sociétés, de leur côté, se conformaient à cette tendance de l'épargne, et il leur était difficile de lutter avec l'Etat sur le marché des valeurs à revenu fixe, l'Etat offrant des intérêts très élevés et faisant bénéficier les souscripteurs d'exonérations d'impôts très importantes.

A partir de 1929, la situation se modifie : les émissions de valeurs d'Etat diminuent beaucoup, l'Etat commençant à

rembourser sa dette par l'intermédiaire de la Caisse autonome. Cela a pour effet de faire baisser le taux de l'intérêt, facilitant ainsi les emprunts obligataires des sociétés, la fiscalité sur les valeurs mobilières diminuant de plus en plus grâce aux lois de dégrèvements de juillet et décembre 1929 et d'avril 1930.

D'autre part, l'exagération des augmentations de capital a abouti à une surcapitalisation des entreprises et les prémices d'une crise économique commencent à se faire sentir dans les autres pays. L'épargnant craint une diminution des dividendes, et, comme la hausse en bourse des valeurs à revenu variable paraît arrivée à son point maximum, il se rejette sur les émissions d'obligations, absorbant une quantité jusqu'ici inconnue de titres à revenu fixe. Cette abondance des émissions d'obligations doit être attribuée aussi aux nombreuses conversions que rendent possibles la baisse très accentuée du taux de l'intérêt.

La crise économique a fait diminuer beaucoup les émissions d'actions, rétablissant ainsi un juste équilibre, car les augmentations de capital exagérées, aboutissant à une surcapitalisation des entreprises, sont elles-mêmes une des causes de cette crise.

Cette surcapitalisation était facilitée par ce fait que « depuis plusieurs années, l'écart sensible qui s'est établi entre le taux de l'argent à court terme et celui des placements à longue durée, a incité quelques établissements à développer dangereusement leurs immobilisations. Au premier ralentissement de l'activité économique, les investissements de cet ordre, trop libéralement accueillis dans la période de prospérité, ont révélé des pertes parfois sévères¹ ».

1. Rapport annuel de l'Assemblée des actionnaires de la Banque de France du 30 janvier 1931.

« Il importe peu que la surcapitalisation procède par émission d'actions ou d'obligations; le résultat est là : un nouveau capital émis comporte la nécessité de développer les profits ou de réduire les dividendes, — et la dernière alternative n'est pas la moins fréquente, — parce qu'il tend à la surproduction¹. »

Tandis qu'il s'agissait en 1926 d'une crise monétaire, qui rendait très difficiles les émissions d'obligations, nous assistons en 1930 à une crise économique qui arrête les émissions d'actions, mais favorise plutôt les émissions d'obligations. Cette opposition est assez intéressante à observer, car elle est une illustration parfaite de la psychologie de ceux qui ont des capitaux à placer.

Tant que la crise économique dure, les capitalistes se refusent à absorber des titres à revenu variable et tous les organismes qui ont besoin de capitaux profitent de cette disposition des épargnants pour émettre de nombreux emprunts. On vient de procéder au placement des emprunts de conversion du groupement des houillères et du groupement de la grosse métallurgie, des obligations des chemins de fer de l'Etat et des chemins de fer de l'Est. L'émission du Crédit Foncier vient de remporter un plein succès. On annonce enfin comme proches un emprunt marocain, un emprunt tunisien, un emprunt roumain, un emprunt serbe et les emprunts coloniaux.

Mais les obligations atteignent actuellement des taux de capitalisation inférieurs à ceux des actions et le marché semble saturé de valeurs à revenu fixe. Comme le disait M. Campion : « Le succès des valeurs à revenu fixe paraît donc, après des mois de marasme financier, voisin de son apogée; et, pour peu que la crise économique s'atténue, il est probable que les ca-

1. *L'Européen*, 11 février 1931.

pitaux devenus disponibles s'emploieront surtout en actions¹. »

Nous avons conclu, dans cet exposé, à la nécessité de l'introduction de valeurs étrangères en France, mais, pour faciliter leur introduction, il faut arriver à un véritable statut de l'utilisation des capitaux français à l'extérieur, qui assure à la fois leur sécurité et leur juste rémunération.

Le rapport de la société suédoise Kreuger et Toll publié récemment annonce qu'il faut restreindre l'épargne ou tout au moins l'utiliser autrement qu'à développer les moyens de production et il suggère comme solution à la crise économique mondiale le développement des émissions de valeurs étrangères dans les pays dont la balance des comptes internationaux se solde par un excédent.

Des aménagements du régime fiscal sont encore indispensables, par exemple, la suppression de l'impôt que l'on a créé en juillet 1929 sur les primes de remboursement des obligations étrangères, impôt qui expose l'épargnant français à acheter des titres sur le marché français et à supporter un prélèvement élevé sur son capital, quand ces titres ont été autrefois émis très au-dessous des cours actuels d'achat.

On peut même estimer que, pour les valeurs françaises, les dégrèvements qui ont été consentis sont encore insuffisants, et qu'il conviendrait, comme le demande la Fédération des porteurs de valeurs mobilières, de réduire l'impôt sur le revenu de tous les titres nominatifs français, lorsque ces titres appartiennent à des personnes non imposables à l'impôt général sur le revenu.

Le ministre des finances vient de déposer à la Chambre un projet de loi comprenant sept dispositions qui sont destinées à diminuer les superpositions d'impôts. Ainsi, lorsqu'on aura suffisamment allégé la fiscalité qui pèse sur les valeurs mobi-

1. *Information*, 6 février 1931.

lières, lorsque les sociétés de placement auront pu se développer sans être gênées par les impôts de superposition, lorsque les entreprises, enfin, renseigneront suffisamment les actionnaires sur la marche de leurs affaires et suivront une politique de réserves moins exagérée pour distribuer des dividendes suffisants, les émissions seront facilitées dans une très grande mesure et ainsi les nombreux capitaux disponibles pourront s'employer de la façon la plus utile.

Vu, le Président : William OUALID.

Vu le 13 avril 1931.

Le Doyen

de la Faculté de Droit
de l'Université de Paris,

BERTHÉLEMY

Vu

et permis d'imprimer.

Le Recteur de l'Académie de Paris,

S. CHARLÉTY

BIBLIOGRAPHIE

I. Thèses

- DELANNEY.** — *Le marché des valeurs mobilières en France de 1900 à 1927.*
1927. **AUBOYNEAU.** — *Le marché des capitaux en France de 1924 à 1926.*
1929. **REMY BOYER.** — *La condition juridique et le régime fiscal des sociétés coloniales.*
- BUREAU.** — *Les actions à droit de vote privilégié.*
1926. **PITOIS.** — *Les augmentations de capital depuis 1914.*
- CHEMINAIS.** — *Les sociétés de gestion de valeurs mobilières étrangères.*
1927. **BEAUPERE.** — *Les troubles monétaires et la vie des entreprises.*
1930. **LOUTCHITCH.** — *Les variations du taux de l'intérêt en France de 1800 à nos jours.*
1927. **FONTAINE.** — *Le problème de l'amortissement de la dette française.*
1928. **GEORGE.** — *Les valeurs mobilières françaises devant l'impôt.*
1929. **LANDER.** — *Les investment trusts.*

II. Ouvrages

- COLSON.** — *Cours d'Economie Politique.*
- TRUCHY.** — *Cours d'Economie Politique.*
- DIVISIA.** — *L'épargne et la richesse collective.*
- LYAUTEY.** — *La Bataille économique.*
- GERMAIN-MARTIN.** — *Les finances publiques de la France et la fortune privée.*
- AFTALION.** — *Les crises de surproduction.*
- QUESNAY.** — *Rapport à la Chambre de Commerce Internationale le 28 juin 1928 (L'Economie Internationale, juillet 1929).*
- PERQUEL.** — *Les vicissitudes des placements français à l'étranger.*
- QUESNOT.** — *Administration financière.*

AFTALION. — *Monnaie et industrie.*

FRANCOIS-MARSAL. — *Encyclopédie de banque et de bourse.*

MIREAUX. — *Les Miracles du crédit.*

III. Revues et Journaux

Revue d'Economie Politique.

Europe nouvelle.

L'Economie internationale.

Bulletin de la statistique générale de la France.

Journal des Economistes.

L'Economiste Européen.

L'Economiste Français.

Le Pour et le Contre.

L'Information.

Bulletin de la Fédération des porteurs de valeurs mobilières.

La Quinzaine coloniale.

La Gazette coloniale.

Journal Officiel.

Bulletin des Annonces légales obligatoires.

Le Rentier.

La Revue Politique et parlementaire.

Le Capital.

La Revue des Deux Mondes

Rapports de l'assemblée des actionnaires de la Banque de France.

Rapports de la Caisse Autonome d'Amortissement.

TABLE DES MATIÈRES

Introduction. — I. — Utilité de la Statistique des émissions.....	7
II. — Bref aperçu des émissions de 1919 à 1926	8
Chapitre premier. — Mouvement général des émissions de 1926 à 1930...	19
§ 1. — Répartition des émissions entre 1926 et 1930. — Raisons du choix de l'année 1926 comme point de départ de cette étude	19
§ 2. — Examen de la valeur-or des émissions pendant cette période..	28
§ 3. — Comparaison entre le total des émissions d'Etat et le total des émissions des sociétés privées.....	30
A) Volumes chaque année.....	
B) L'Etat et les sociétés sont en concurrence, et l'Etat est mieux outillé pour cette concurrence.....	31
Chapitre II. — Emissions de valeurs d'Etat.....	33
§ 1. — Valeurs du Trésor proprement dites. — Définition. — Emissions de 1926 à 1930 : époques, volumes, taux. — Rôle de la Caisse Autonome d'Amortissement. — Comparaison avec la dette publique. — Comparaison avec les impôts	
§ 2. — Emprunts des départements, communes et groupements de sinistrés	45
A) Emprunts des départements et des communes. — Besoins des départements et des communes. — Satisfaction de ces besoins par l'emprunt ou par l'impôt	
B) Emprunts des groupements de sinistrés.....	53
§ 3. — Emprunts des colonies.....	54
A) Faible montant des emprunts coloniaux de 1926 à 1930	
B) Emprunts de 1926 à 1930 : volumes et taux. — Quelles colonies. — Dans quels buts. — Garantie de l'Etat	55
C) Projets d'emprunts votés en 1930 : utilité.....	59
§ 4. — Emprunts des Compagnies de Chemins de fer. — Proportion entre actions et obligations. — Quelles Compagnies. — Volume chaque année. — Pour satisfaire quels besoins. — Choix entre :	
a) Elévation des tarifs.....	
b) Diminution des impôts.....	
c) Emprunts	63

Chapitre III. — Emissions de sociétés privées.....	72
§ 1. — <i>Sociétés exploitant en France.....</i>	72
A) Comparaison entre le volume des émissions d'ac- tions et celui des émissions d'obligations.....	72
1° Point de vue théorique : considérations inté- rieures à la société. — Considérations exté- rieures à la société.....	73
2° Point de vue pratique :.....	75
B) Emissions d'actions	80
1° Constitution de sociétés nouvelles. — Utilité des constitutions de sociétés. — Volume. — Espèces de sociétés. — Dangers et causes du peu d'émissions des sociétés nouvelles.....	80
2° Augmentations de capital.....	89
A) But	90
B) Autofinancement	90
C) Volume. — Espèces. — Comparaison avec le capital ancien de la société.....	93
D) Surcapitalisation. — Influence de la crise économique	99
E) Actions à vote plural. — Sociétés de placement	101
C) Emissions d'obligations	107
1° Volume	108
2° Conversions	110
3° Taux. — Echéances. — Impôts.....	111
4° Comparaison avec le capital-actions.....	120
5° Espèces	121
§ 2. — <i>Sociétés exploitant aux colonies.....</i>	125
§ 3. — <i>Sociétés exploitant à l'étranger.....</i>	130
Chapitre IV. — Emissions étrangères en France.....	135
§ 1. — <i>Volume. — Taux. — Pays émetteurs.....</i>	135
§ 2. — <i>Causes du peu d'émissions étrangères en France.....</i>	140
§ 3. — <i>Inconvénients du peu d'émissions étrangères en France.....</i>	142
§ 4. — <i>Remèdes à apporter.....</i>	143
Conclusion. — Comparaison entre la crise de 1926 et la crise de 1930. — Réformes à apporter.....	149

